

**FIDEICOMISO FINANCIERO CASASURU
DE DESARROLLO DE VIVIENDAS DE INTERES
SOCIAL I**

PROSPECTO INFORMATIVO

**EMISIÓN DE
CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN
POR HASTA UI 140.500.000**

Fiduciario, Entidad Registrante y Agente de Pago

EF ASSET MANAGEMENT
Administradora de Fondos de Inversión S.A.

Organizador y Administrador

CASASURU S.A.

Entidad Representante

BOLSA ELECTRONICA DE VALORES S.A.

Fideicomitentes

MULERY S.A. y NURWOLY S.A.

Calificadora de Riesgos

CARE Calificadora de Riesgo S.R.L

Asesor Financiero

GAP Consultores

Asesor Legal

FERRERE

LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACION SERIE A POSEEN UNA CALIFICACIÓN DE RIESGO. LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN SERIE B NO POSEEN NINGUNA CALIFICACIÓN DE RIESGO Y NO SERAN OFRECIDOS MEDIANTE OFERTA PUBLICA, SINO EXCLUSIVAMENTE MEDIANTE OFERTA PRIVADA.

JULIO 2015



ÍNDICE

I. AVISO IMPORTANTE.....	3
II. SUMARIO DE TÉRMINOS Y CONDICIONES.....	5
III. PLAN DE NEGOCIOS DEL FIDEICOMISO.....	21
IV. PROYECCIONES FINANCIERAS DEL NEGOCIO.....	42
V. EVALUACIÓN DE LOS PRINCIPALES RIESGOS DE LA OPERACIÓN.....	43
VI. CONTINGENCIAS LEGALES.....	45
VII. INFORMACIÓN DEL FIDUCIARIO.....	46
VIII. INFORMACIÓN DEL ADMINISTRADOR.....	52
IX. ANEXOS.....	77
CONTRATO DE FIDEICOMISO FINANCIERO.....	78
CONTRATO DE ADMINISTRACIÓN.....	167
DOCUMENTO DE EMISIÓN CERTIFICADOS DE PARTICIPACION SERIE A.....	178
DOCUMENTO DE EMISIÓN CERTIFICADOS DE PARTICIPACION SERIE B.....	184
CONTRATO DE ENTIDAD REPRESENTANTE.....	190
INFORME DE LA CALIFICADORA DE RIESGO.....	207
CODIGO DE ETICA DEL FIDUCIARIO.....	262
POLÍTICA DE GOBIERNO CORPORATIVO.....	270
ACTA DE DIRECTORIO DEL FIDUCIARIO.....	276
ACTAS DE DIRECTORIO DE LOS FIDEICOMITENTES.....	295
ÚLTIMOS ESTADOS CONTABLES DEL FIDUCIARIO.....	304

I. AVISO IMPORTANTE

VALOR INSCRIPTO EN EL REGISTRO DEL MERCADO DE VALORES DEL BANCO CENTRAL DEL URUGUAY POR RESOLUCIÓN SSF-448-2015 DE FECHA 30 DE JUNIO DE 2015

ESTA INSCRIPCIÓN SÓLO 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.

MULERY S.A. y NURWOLY S.A., EN SUS CALIDADES DE FIDEICOMITENTES, Y EF ASSET MANAGEMENT ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A., EN SU CALIDAD DE FIDUCIARIO, DECLARAN Y GARANTIZAN QUE LOS ACTIVOS INCLUIDOS EN EL FIDEICOMISO FINANCIERO CASASURU DE DESARROLLO DE VIVIENDAS DE INTERÉS SOCIAL I SON CIERTOS Y LEGÍTIMOS Y FACULTAN A LOS TITULARES DE LOS VALORES QUE SE EMITIRÁN A EJERCER TODOS LOS DERECHOS RESULTANTES DE LOS TÉRMINOS Y CONDICIONES QUE SE DESCRIBEN EN EL PRESENTE PROSPECTO.

EF ASSET MANAGEMENT ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A. ES RESPONSABLE DE LA VERACIDAD DE LA INFORMACIÓN CONTABLE, FINANCIERA Y ECONÓMICA DE EF ASSET MANAGEMENT ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A., ASÍ COMO DE TODA OTRA INFORMACIÓN RESPECTO DE SÍ MISMO SUMINISTRADA EN EL PRESENTE PROSPECTO.

LA INFORMACIÓN INCLUIDA EN EL PROSPECTO RESPECTO DE MULERY S.A. y NURWOLY S.A. FUE PROPORCIONADA POR LAS FIDEICOMIENTES Y ES DE SU RESPONSABILIDAD EXCLUSIVA.

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 S.R.L. Y ES DE SU EXCLUSIVA RESPONSABILIDAD.

EL DIRECTORIO DE EF ASSET MANAGEMENT ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN 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 CASASURU DE DESARROLLO DE VIVIENDAS DE INTERÉS SOCIAL I, SOBRE LOS ACTIVOS QUE LO INTEGRAN, LAS CONDICIONES DE LA EMISIÓN Y LOS DERECHOS QUE LE CORRESPONDEN A LOS TITULARES DE LOS VALORES QUE SE EMITIRÁN.

BEVSA NO ASUME RESPONSABILIDAD ALGUNA, PRINCIPAL NI DE GARANTÍA, POR EL PAGO PUNTUAL DE LAS OBLIGACIONES ASUMIDAS POR EL FIDEICOMISO FINANCIERO, NI POR LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PROSPECTO. LA INSCRIPCIÓN DE LOS VALORES FIDUCIARIOS EN EL REGISTRO DE EMISORES Y VALORES DE BEVSA NO REPRESENTA UNA RECOMENDACIÓN DE ÉSTA PARA LA ADQUISICIÓN DE LOS MISMOS, NI UNA PREDICCIÓN DE SU PUNTUAL CUMPLIMIENTO. BEVSA NO TIENE LA FACULTAD PARA, NI DEBER ALGUNO DE, REPRESENTAR A LOS TENEDORES DE VALORES FRENTE AL FIDUCIARIO FINANCIERO, ESPECIALMENTE ANTE CUALQUIER

INCUMPLIMIENTO DE ÉSTE, SALVO EN EL CASO DE QUE LA INSTITUCIÓN HUBIERE SIDO DESIGNADO ENTIDAD REPRESENTANTE DE LOS MISMOS.

LOS BIENES DEL FIDUCIARIO NO RESPONDERÁN POR LAS OBLIGACIONES CONTRAÍDAS EN LA EJECUCIÓN DEL FIDEICOMISO. ESTAS OBLIGACIONES SERÁN SATISFECHAS EXCLUSIVAMENTE CON LOS BIENES FIDEICOMITIDOS, DE ACUERDO CON EL ARTÍCULO 8, DE LA LEY N° 17.703 DEL 27/10/2003.

AL ADOPTAR UNA DECISIÓN DE INVERTIR, LOS INVERSORES DEBEN BASARSE EXCLUSIVAMENTE EN SU PROPIO ANÁLISIS DE LOS INSTRUMENTOS QUE SE LES OFRECEN, DE LAS CARACTERÍSTICAS DE LOS MISMOS, Y DE LOS RIESGOS INVOLUCRADOS EN SU DECISION DE INVERTIR.

EL INVERSOR DEBE TENER EN CUENTA QUE EL FIDUCIARIO NO ASUME RESPONSABILIDAD PATRIMONIAL ALGUNA, PRINCIPAL NI DE GARANTÍA, POR EL PAGO DE LOS VALORES. EL PAGO DE LOS VALORES SERÁ SATISFECHO EXCLUSIVAMENTE CON LOS BIENES FIDEICOMITIDOS.

EL PRESENTE PROSPECTO ES DISTRIBUIDO AL SOLO EFECTO INFORMATIVO, Y NO CONSTITUYE RECOMENDACIÓN ALGUNA PARA EL INVERSOR, QUIEN TOMARÁ LA DECISIÓN A SU SOLO RIESGO Y REALIZANDO SUS PROPIAS AVERIGUACIONES Y EVALUACIONES. EL INVERSOR HABRÁ DE FORMAR SU DECISIÓN EN BASE A LA INFORMACIÓN QUE PROCURE POR SUS PROPIAS FUENTES.

LA FECHA DE ELABORACIÓN DE ESTE PROSPECTO ES JULIO DE 2015.

p. EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A.

A handwritten signature in black ink, consisting of several loops and a vertical stroke, positioned centrally on the page.

II. SUMARIO DE TÉRMINOS Y CONDICIONES

Denominación:	Fideicomiso Financiero CasasUru de Desarrollo de Viviendas de Interés Social I
Fiduciario:	EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.
Fideicomitentes:	Mulery S.A. y Nurwoly S.A.
Administrador:	Casasuru S.A.
Entidad Registrante	EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.
Entidad Representante	Bolsa Electrónica de Valores S.A.
Agente de Pago:	EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.
Beneficiarios:	Titulares de los Valores
Valores a emitirse:	Certificados de Participación Serie A de oferta pública por hasta UI 135.000.000 Certificados de Participación Serie B de oferta privada por hasta UI 5.500.000
Forma de los Valores:	Valores escriturales
Objeto del Fideicomiso:	El Fideicomiso desarrollará proyectos de vivienda de interés social en dos Inmuebles que serán aportados por los Fideicomitentes y en dos inmuebles que serán adquiridos directamente por el Fideicomiso.
Aporte Inicial de los Fideicomitentes:	Como aporte inicial los Fideicomitentes aportarán dos inmuebles (ubicados en Salto y Las Piedras), boletos de reserva sobre otros dos inmuebles (ubicados en Canelones) y todo el desarrollo ya realizado en los proyectos a llevarse adelante por el Fideicomiso (permisos obtenidos, saneamiento, planos, honorarios profesionales, etc.). Como compensación de este Aporte Inicial, los Fideicomitentes reciben los Certificados de Participación Serie B.

Los Inmuebles que serán aportados por los Fideicomitentes son los siguientes:

- (i) **padrón número 35.593, antes padrón número 35.443 en mayor área, de la localidad catastral Salto, departamento de Salto, aportado por**

Mulery S.A.; y

- (ii) una fracción del padrón número 15.897 de la localidad catastral Las Piedras, departamento de Canelones, aportado por Nurwoly S.A, de acuerdo a lo establecido en el boleto de reserva que se adjunta como Anexo II al presente Contrato. Dado que a la fecha no se ha finalizado con el fraccionamiento de dicho padrón, Nurwoly S.A. aportará la totalidad del padrón, obligándose el Fiduciario a transferir nuevamente a Nurwoly S.A. la parte que no se aporta al Fideicomiso, una vez se este en condiciones de transferir dicha fracción, todo lo cual se detalla en el boleto de reserva firmado entre las partes. Si en un plazo de 270 días corridos desde realizada la transferencia al Fideicomiso, no se pudo realizar el fraccionamiento del inmueble, el Fiduciario procederá a transferir el inmueble nuevamente a Nurwoly S.A. quien se obliga a recibirlo y se cancelarán en forma simultánea los Certificados de Participación Serie B entregados a Nurwoly S.A.**

A efectos de documentar su obligación de aportar los Inmuebles, los Fideicomitentes suscribieron con el Fideicomiso un boleto de reserva por el cual se obligan a aportar los Inmuebles dentro de un plazo máximo de 60 días corridos de efectuada la Suscripción de los Valores, entregando en garantía al Fideicomiso la suma de \$ 275.000 por parte de Nurwoly S.A. y \$ 330.000 por parte de Mulery, para cubrir gastos iniciales del Fideicomiso. Hasta que se haga efectiva la transferencia de los Inmuebles, el Fideicomiso solamente podrá disponer fondos para gastos por hasta la suma de \$ 605.000. En caso que no se haga efectiva la transferencia de los Inmuebles dentro de dicho plazo, se devolverán todos los fondos aportados a los Titulares, mediante transferencia bancaria a las cuentas indicadas por los Titulares dentro de los 5 Días Hábiles siguientes, libres de cualquier tipo de deducción y se cancelarán los Valores emitidos. Con cargo a los fondos entregados en garantía se cancelarán los honorarios de: (i) el Fiduciario correspondiente a dos meses, (ii) la Entidad Representante, (iii) la Calificadora de Riesgo, y (iv) el Registro en BEVSA, siendo todos los demás gastos incurridos de cargo de los Fideicomitentes, no teniendo el Fideicomiso ninguna responsabilidad por su pago. Cualquier saldo que quede en poder del Fideicomiso una vez efectuado dichos pagos, será afectado al pago de honorarios del Fiduciario.

Moneda:	Unidades Indexadas
Importe de la Emisión:	Hasta UI 140.500.000
Valor nominal de cada Valor:	UI 10.000
Distribuciones:	<p>Los Fondos Netos Distribuibles serán distribuidos entre los Titulares de acuerdo al siguiente mecanismo y orden de prioridad:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Repago del capital de los Certificados de Participación Serie A - Repago del capital de los Certificados de Participación de Serie B - Del remanente, que corresponde a la Utilidad del Fideicomiso: <ul style="list-style-type: none"> - El 88% de la Utilidad del Fideicomiso se distribuirá entre los Titulares de los Certificados de Participación de la Serie A. - El 12% de la Utilidad del Fideicomiso se distribuirá entre los Titulares de los Certificados de Participación de la Serie B. - Una vez que la TIR (tasa interna de retorno) de los Certificados de Participación Serie A alcance el 20% anual (la cual será calculada mensualmente por el Fiduciario), el Administrador tendrá derecho a cobrar un honorario de éxito equivalente al 10% de la Utilidad del Fideicomiso, y el remanente se alojará de la siguiente manera: <ul style="list-style-type: none"> o el 65% a los Titulares de los Certificados de Participación Serie A, y o el 35% a los Titulares de los Certificados de Participación Serie B. - El Fiduciario procederá a informar a los Titulares cuando se alcance la TIR anual de 20%, procediendo a retener en un fondo de reserva el equivalente al honorario de éxito pactado a favor del Administrador, retención que será realizada en forma mensual en la medida que el cálculo de la TIR anual confirme el objetivo de 20%. - En la fecha de terminación del Fideicomiso (o antes si una Mayoría Especial de Titulares lo aprueba), el Fiduciario procederá a pagar el honorario de éxito al Administrador, calculado a

dicha fecha, utilizando los fondos mantenidos en la cuenta de reserva. Los fondos mantenidos en el fondo de reserva podrán ser invertidos en instrumentos en UI o Pesos Uruguayos emitidos por el Estado Uruguayo o el BCU, con un plazo máximo de 2 años.

- En caso de exceso de fondos en dicho fondo de reserva, los mismos serán distribuidos de acuerdo a la participación establecida, así como si hubiera faltante de fondos para el pago de la comisión de éxito se utilizaran los fondos operativos remanentes para compensar al Administrador.
- El Fiduciario será el encargado de calcular mensualmente la TIR (Tasa Interna de Retorno) y anualizarla todos los meses. El cálculo de la misma tendrá en cuenta los desembolsos iniciales en etapas tal cual está previsto y los flujos que mensualmente recibirán los Titulares de Certificados de Participación Serie A de acuerdo a la distribución pactada.
- La TIR es igual a "t" y se calculará como:

$$0 = - \sum_{i=0}^T D_i \times (1+t)^{\left(\frac{i}{365}\right)} + \sum_{j=0}^T E_j \times (1+t)^{\left(\frac{j}{365}\right)}$$

- "D_i": significa el monto pagado por un Inversor en el día i siguiente a la Fecha de Inversión (cualquier tipo de pago: acciones, bonos, préstamos, etc.).
- "E_j": significa el monto neto recibido por un Inversor en el día j , siguiente a la Fecha de Inversión (cualquier tipo de cobro: venta de acciones, repago de préstamos, repago de bonos, comisiones, etc.); neto de impuestos a la renta u otros impuestos similares a ser pagados por el Inversor.
- "T": significa el número de días entre la Fecha de Inversión y la fecha de salida de la inversión en una empresa por parte del Inversor.

El Administrador deberá presentar su informe trimestral, dentro de los 20 días del cierre de cada trimestre calendario, debiendo el Fiduciario determinar la existencia de Fondos Netos Distribuibles antes del día 30 de dicho mes.

Los pagos serán realizados en forma trimestral, el día 30 del mes siguiente al cierre de cada trimestre calendario, en la medida que existan Fondos Netos

Distribuibles, según sea determinado por el Fiduciario, de acuerdo al informe elaborado por el Administrador a tales efectos.

“Fondos Netos Distribuibles” son los fondos efectivamente percibidos por el Fideicomiso originados por la venta de las Unidades de los Proyectos, que surgen de deducir de las disponibilidades al cierre de cada trimestre, las previsiones de gastos e inversiones a realizar en los próximos trimestres que sean determinadas por el Fiduciario, de acuerdo al informe elaborado por el Administrador a tales efectos.

La distribución que por cualquier concepto pudieran corresponder a los Titulares estará subordinada a la cancelación previa de la totalidad de los Pasivos y Gastos del Fideicomiso.

Todos los pagos se realizarán en Pesos Uruguayos por el equivalente a las Unidades Indexadas que correspondan en cada caso de acuerdo a la cotización del día de la UI

Precio: 100%

Plazo del Fideicomiso: Variable en función de la comercialización de la última Unidad de los Proyectos, por un plazo de hasta 5 años para el desarrollo y comercialización de las Unidades, y hasta 2 años adicionales para su liquidación. En caso que cumplido el plazo total de 7 años no se haya comercializado la última Unidad de los Proyectos y no se hayan cancelado todos los Gastos del Fideicomiso, los Titulares resolverán en Asamblea por Mayoría Especial de Titulares la prórroga del plazo o la liquidación del Fideicomiso. En ningún caso dicho plazo será mayor al plazo de 30 años establecido en la Ley.

Sin perjuicio de lo anterior, el Fideicomiso podrá extinguirse en forma previa, por la imposibilidad absoluta del cumplimiento de los fines para el cual fue constituido, o en caso que los Fideicomitentes no aporten los Inmuebles de acuerdo a lo establecido en la cláusula 3 del Contrato de Fideicomiso, y una vez que se devuelvan los fondos aportados a los Titulares y se cancelen los Gastos establecidos en dicha cláusula.

Contingencias legales: **Se deja constancia que existe una acción legal iniciada entre otras partes contra los dos Fideicomitentes, Mulery S.A. y Nurwoly S.A., y Casasuru S.A.**

Se trata de una acción iniciada por el Arq. Santiago

Cagnoli, quien promovió ante el Juzgado Letrado de Primera Instancia en lo Civil de 3er. Turno (ficha 2-50359/2014) un proceso por cobro de honorarios y daños y perjuicios contra las sociedades CASASURU S.A., MULERY S.A., BIRSOUN S.A., LISFELY S.A., NURWOLY S.A., FIDEICOMISO AIRES DE EL PINAR y también contra el Sr. Sebastián Sommer; alegando la falta de pago de honorarios, así como la pérdida de la chances y otros rubros derivados de su actuación en los diversos proyectos de CASASURU.

En el mismo proceso, el Arq. Cagnoli solicita la inoponibilidad de la personería jurídica de todas las sociedades para hacer responsable también al Sr. Sommer y todas las sociedades, solicitando se condene a todas las sociedades demandadas y al Sr. Sommer en forma solidaria.

Se incluye información adicional sobre dicha demanda en el Capítulo VI – Contingencias Legales – de este Prospecto.

Se deja constancia que se encuentra a disposición de los inversores en las oficinas del Fiduciario, copia de todas las actuaciones judiciales relacionadas con dicho proceso, para quienes quieran realizar su propia revisión de las actuaciones.

Ni Fiduciario ni el Fideicomiso son parte en dichas actuaciones judiciales.

Calificadora de Riesgo:	CARE Calificadora de Riesgo S.R.L.
Calificación de Riesgo:	BBB (uy)
Asesor Legal:	Ferrere
Asesor Financiero:	GAP Consultores
Inscripción:	Banco Central del Uruguay
Cotización:	BEVSA
Código ISIN:	UYFFEF038UI6
Código CFI:	RMXXXR
Ley Aplicable:	Ley de la República Oriental del Uruguay
Suscripción:	La suscripción de los Certificados de Participación Serie A se realizará en BEVSA, entre las 11 horas y las 12 horas del día 4 de agosto de 2015, fecha en la cual se cerrará el período de suscripción.

Al cierre del período de suscripción, se adjudicarán los

Certificados de Participación Serie A, a los oferentes que hayan presentado ofertas.

En caso de recibirse suscripciones por montos mayores al monto de la emisión, la distribución de los mismos será a prorrata de todas las solicitudes recibidas.

En caso que no se reciban suscripciones por el total del Importe de la Emisión, la emisión quedará sin efecto.

Integraciones y emisiones: La integración de los Certificados de Participación Serie A se realizará en forma diferida de acuerdo al procedimiento y en las fechas que se establecen a continuación (cada una de ellas, una "Fecha de Integración"):

- (i) La primera integración por el equivalente al 10% del monto de la emisión, se deberá realizar el Día Hábil siguiente a la fecha de cierre del período de suscripción.
- (ii) La segunda integración por el equivalente al 10% del monto de la emisión, se deberá realizar a los 30 días corridos de la fecha de cierre del período de suscripción.
- (iii) La tercera integración por el equivalente al 20% del monto de la emisión, se deberá realizar a los 60 días corridos de la fecha de cierre del período de suscripción.
- (iv) La cuarta integración por el equivalente al 20% del monto de la emisión, se deberá realizar a los 180 días corridos de la fecha de cierre del período de suscripción.
- (v) La quinta y última integración por el equivalente al 40% del monto de la emisión, se deberá realizar a los 240 días corridos de la fecha de cierre del período de suscripción.

Todas las integraciones deberán realizarse en la Cuenta Fiduciaria de acuerdo a las instrucciones que envíe el Fiduciario.

En cada Fecha de Integración el Fiduciario procederá a emitir los Certificados de Participación Serie A que correspondan en virtud de las integraciones efectivamente realizadas.

Sin perjuicio de las Fechas de Integración previstas, por decisión de la Mayoría Especial de Titulares se podrá modificar las Fechas de Integración, pudiendo únicamente adelantar dichas Fechas de Integración.

Excepto para el caso de las ofertas realizadas por Administradoras de Fondos de Ahorro Previsional ("AFAP"), Cajas Paraestatales, Empresas Aseguradoras locales o Instituciones de Intermediación Financiera locales, los inversores deberán presentar una garantía al Fiduciario el día hábil siguiente a la fecha de cierre del periodo de suscripción, hasta las 16:00 horas, la cual podrá consistir en:

- (a) Una garantía bancaria a primera demanda emitida por un banco de plaza, por el monto equivalente a su suscripción más un 20% por eventuales multas e intereses moratorios que pudieran corresponder, con vigencia por un plazo mínimo de un año y cuyo pago se deba realizar dentro de las 48 horas de presentada a su cobro ante el banco emisor; o
- (b) Entrega de fondos en efectivo al Fiduciario por el monto equivalente a su suscripción, los que permanecerán prendados en garantía por parte del Fiduciario, sin generar intereses, y serán liberados para el Fideicomiso en cada Fecha de Integración. En este caso el Titular no deberá realizar una nueva integración de fondos en cada Fecha de Integración ya que los fondos correspondientes a cada integración serán liberados automáticamente por el Fiduciario.

La mora en la integración de los Certificados de Participación Serie A en cualquier Fecha de Integración se producirá de forma automática, vencido el plazo establecido para realizar la integración, y generará la aplicación interés moratorio a una tasa del 10,00% efectiva anual hasta la fecha que efectivamente se integren los fondos correspondientes, más una multa por el incumplimiento equivalente al 10% del monto no integrado. No se emitirán Certificados de Participación Serie A por los montos no integrados.

Si en cualquier Fecha de Integración un Titular no realiza la integración a la cual está obligado, el Fiduciario deberá proceder de la siguiente forma para hacer efectivo el cobro del monto no integrado más los intereses moratorios y multa que correspondan: (i) si existe una garantía bancaria, el Fiduciario procederá a solicitar el pago correspondiente a dicha garantía bancaria por el monto no integrado más la multa y los intereses de mora que correspondan hasta la fecha de pago; (ii) si no existe garantía o si no se logra el cobro de dicha garantía, el Fiduciario iniciará acciones judiciales contra el Titular para el cobro de la misma más la multa, intereses moratorios que correspondan hasta la fecha de cobro y las costas y costos que dichas medidas generen los cuales también serán de cargo del Titular. Recibidos los importes correspondientes a dichas integración no

efectuadas en la Fecha de Integración, el Fiduciario procederá a emitir los Certificados de Participación Serie A que correspondan.

Las AFAP que hubieran suscripto Certificados de Participación Serie A, no incurrirán en mora en las integraciones en caso que no cumplan en realizar integraciones a las cuales están obligados, como consecuencia que los Certificados de Participación Serie A perdieron su condición de instrumento pasible de ser adquirido por las AFAP por razones no imputables a la propia AFAP.

La obligación de realizar las integraciones futuras por parte de cualquier Titular es intransferible. La transferencia por parte de cualquier Titular de Certificados de Participación Serie A que hubieran sido emitidos a su favor una vez realizadas las integraciones que correspondan, no genera la transferencia de la obligación de realizar futuras integraciones a que dicho Titular se hubiera obligado en función de la suscripción realizada por dicho Titular, y que aún no hayan sido realizadas.

Comisiones y Gastos:

Serán de cargo y costo exclusivo del Fideicomiso todos los gastos, tributos y otros costos que se generen para el cumplimiento de la finalidad del Fideicomiso.

El Fiduciario percibirá por sus tareas en este Fideicomiso, una comisión mensual de administración de UI 43.500 más IVA, pagaderos mensualmente.

El Administrador percibirá por sus tareas una remuneración de UI 280.184 más IVA por mes, hasta que finalicen todas las obras y se comercialicen todas las Unidades de todos los Proyectos. En caso que se hayan finalizado todas las obras y reste un saldo de menos de 10% de Unidades sin vender, el Administrador dejará de percibir su remuneración.

La Entidad Representante percibirá por sus tareas en este Fideicomiso, una comisión anual de UI 48.000 más IVA.

El Auditor de Obra percibirá por sus tareas un honorario de UI 98.000 más IVA por obra, el cual será abonado un 40% al inicio, 50% en cuotas trimestrales por obra y un 10% al final de cada obra.

Modificaciones:

La Asamblea de Titulares, por el voto conforme de uno o más Titulares, cuyos Valores representen en conjunto un valor nominal superior al 75% (setenta y cinco por ciento) del total de Valores emitidos y en circulación, podrá resolver:

- (a) **Modificar las condiciones de emisión de los Valores.**
- (b) **La extinción del Fideicomiso en caso de insuficiencia patrimonial del Fideicomiso o en caso que no se obtengan los permisos más relevantes vinculados con el desarrollo de los Proyectos.**
- (c) **Aprobar cambios al Plan de Negocios sugeridos por el Administrador**
- (d) **La sustitución de la Entidad Representante.**

Asambleas de Titulares: Las Asambleas de Titulares podrán ser convocadas por el Fiduciario, la Entidad Representante, o por Titulares que representen al menos el 20% del valor nominal de los Valores emitidos y en circulación, quienes realizarán la convocatoria a través de la Entidad Representante. La Entidad Representante deberá convocar a la Asamblea para que se celebre dentro del plazo de 60 días de recibida la solicitud.

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 16.060 (arts. 345, 346 y 347), en lo pertinente, y en todo lo que no se oponga a lo dispuesto en el Contrato de Fideicomiso o en los Documentos de Emisión o en el presente Prospecto.

Las resoluciones se adoptarán por **Mayoría Absoluta** de Titulares, salvo que el Contrato, el Contrato de Entidad Representante, los Documentos de Emisión o la legislación vigente requieran una mayoría superior.

A fin de determinar los quórum para sesionar y las mayorías correspondientes para resolver, no se tendrán en cuenta ni tendrán derecho a voto en las Asambleas de Titulares, aquellos Titulares que tengan vinculación directa o indirecta con el Fiduciario. Tampoco se tendrán en cuenta para determinar el quórum ni para la adopción de resolución, los Certificados de Participación que sean propiedad del Administrador y de sus Personas Vinculadas –en forma directa o indirecta-, en aquellas Asambleas de Titulares en las que se resuelva determinar la existencia de incumplimientos del Administrador, iniciar acciones legales contra el mismo o su remoción.

Toda decisión adoptada en una Asamblea de

Titulares regularmente celebrada por el voto de Titulares que representen el porcentaje requerido para dicha decisión, será obligatoria para todos los Titulares, aún para los ausentes o disidentes.

Resumen de los Contratos de la Emisión:

CONTRATO DE FIDEICOMISO FINANCIERO Y SU MODIFICACION

Se constituye el Fideicomiso para el desarrollo de proyectos de vivienda de interés social y su comercialización.

El Fideicomiso se integrará con los Inmuebles aportados por los Fideicomitentes, incluyendo todos los permisos, planos, licencias y autorizaciones previamente obtenidos por los Fideicomitentes con relación a dichos Inmuebles, los Inmuebles que sean adquiridos por el Fideicomiso respecto de los cuales los Fideicomitentes aportan los boletos de reserva de los mismos, y los fondos que se integren por la suscripción de los Valores; todo en las condiciones que se establecen en este Contrato y para ser destinados al cumplimiento de los fines del mismo.

Los Inmuebles que serán aportados por los Fideicomitentes son los siguientes:

- (i) padrón número 35.593, antes padrón número 35.443 en mayor área, de la localidad catastral Salto, departamento de Salto, aportado por Mulery S.A.; y
- (ii) una fracción del padrón número 15.897 de la localidad catastral Las Piedras, departamento de Canelones, aportado por Nurwoly S.A. Dado que a la fecha no se ha finalizado con el fraccionamiento de dicho padrón, Nurwoly S.A. aportará la totalidad del padrón, obligándose el Fiduciario a transferir nuevamente a Nurwoly S.A. la parte que no se aporta al Fideicomiso, una vez se esté en condiciones de transferir dicha fracción, todo lo cual se detalla en el boleto de reserva firmado entre las partes. Si en un plazo de 270 días corridos desde realizada la transferencia al Fideicomiso, no se pudo realizar el fraccionamiento del inmueble, el Fiduciario procederá a transferir el inmueble nuevamente a Nurwoly S.A. quien se obliga a recibirlo y se cancelarán en forma simultánea los Certificados de Participación Serie B entregados a Nurwoly S.A.

Como contrapartida por el aporte realizado por los Fideicomitentes, el Fideicomiso emitirá mediante oferta privada y entregará a los Fideicomitentes, Certificados de Participación Serie B, de acuerdo al siguiente detalle:

- (a) A Mulery S.A. le corresponderán Certificados de Participación Serie B por un monto de UI 3.000.000 (tres millones de Unidades Indexadas).
- (b) A Nurwoly S.A. le corresponderán Certificados de Participación Serie B por un monto de UI 2.500.000 (dos millones quinientos mil Unidades Indexadas).

A efectos de documentar su obligación de aportar los Inmuebles, los Fideicomitentes suscribieron con el Fideicomiso un boleto de reserva por el cual se obligan a aportar los Inmuebles dentro de un plazo máximo de 60 días corridos de efectuada la Suscripción de los Valores, entregando en garantía al Fideicomiso la suma de \$ 275.000 por parte de Nurwoly S.A. y \$ 330.000 por parte de Mulery, para cubrir gastos iniciales del Fideicomiso (se adjunta como Anexo II a este Contrato copia de los

boletos de reserva firmados). Hasta que se haga efectiva la transferencia de los Inmuebles, el Fideicomiso solamente podrá disponer fondos para gastos por hasta la suma de \$ 605.000. En caso que no se haga efectiva la transferencia de los Inmuebles dentro de dicho plazo, se devolverán todos los fondos aportados a los Titulares, mediante transferencia bancaria a las cuentas indicadas por los Titulares dentro de los 5 Días Hábiles siguientes, libres de cualquier tipo de deducción y se cancelarán los Valores emitidos. Con cargo a los fondos entregados en garantía se cancelarán los honorarios de: (i) el Fiduciario correspondiente a dos meses, (ii) la Entidad Representante, (iii) la Calificadora de Riesgo, y (iv) el Registro en BEVSA, siendo todos los demás gastos incurridos de cargo de los Fideicomitentes, no teniendo el Fideicomiso ninguna responsabilidad por su pago. Cualquier saldo que quede en poder del Fideicomiso una vez efectuado dichos pagos, será afectado al pago de honorarios del Fiduciario.

El Plan de Negocios establece el marco dentro del cual se desarrollará la estrategia del Fideicomiso para cumplir con su fin, y específicamente indicará los requisitos generales que han de reunir los Proyectos a efectos de que el Fideicomiso realice dichas inversiones. De ningún modo podrá interpretarse que los términos y condiciones del Plan de Negocios suponen un compromiso o promesa de que la estrategia allí prevista será exitosa en su resultado. En particular los Beneficiarios reconocen y aceptan que por las particulares características de los bienes que integrarán el patrimonio del Fideicomiso, las inversiones realizadas están sujetas a las fluctuaciones del mercado en la cual se radicará la inversión.

Por medio del Contrato de Administración, el Fiduciario designa al Administrador para cumplir la tarea de llevar adelante la implementación del Plan de Negocios, de acuerdo a lo establecido en el presente Contrato y en el Contrato de Administración.

Sin perjuicio de esto, el Fiduciario mantendrá la responsabilidad por la administración del Fideicomiso, no pudiendo delegar total o parcialmente en terceros las obligaciones que se ponen a su cargo bajo este Contrato. La contratación del Administrador no será entendida como una tercerización o subcontratación por parte del Fiduciario a ningún efecto legal o reglamentario.

Se deja expresa constancia que el manejo de los fondos, la emisión de los Valores, la rendición de cuentas hacia los Beneficiarios, así como la contabilidad del Fideicomiso, son responsabilidad propia e indelegable del Fiduciario.

En la contratación del Administrador, el Fiduciario asume las obligaciones previstas en el presente Contrato y en el Contrato de Administración, no teniendo responsabilidad por las tareas desarrolladas por el Administrador, salvo que actúe con dolo o culpa grave en la realización de los controles que éste Contrato y el Contrato de Administración ponen a su cargo.

Cada Beneficiario, por la sola adquisición de los Valores, presta su consentimiento para que el Administrador se desempeñe en tal carácter bajo este Contrato y el Contrato de Administración y cumpla las funciones establecidas en el mismo.

El Fiduciario no podrá modificar el Contrato de Administración sin contar con la previa aprobación de la Mayoría Especial de Titulares.

De acuerdo a los fines del Fideicomiso, el Fiduciario emitirá Valores de acuerdo a los términos y condiciones que se indican a continuación y por un monto total que será de hasta UI 140.500.000 (ciento cuarenta millones quinientos mil Unidades Indexadas).

Los pagos que por cualquier concepto pudieran corresponder a los Titulares se encuentran a su vez, todos ellos, totalmente subordinados a la cancelación previa de la totalidad de los Pasivos y los Gastos del Fideicomiso, incluyendo pero sin limitarse a toda deuda, tributos, cargas y toda otra obligación emergente o con causa o título en el desarrollo del objeto del Fideicomiso y/o en el funcionamiento del propio Fideicomiso, y/o a la constitución previa de las reservas de fondos necesarias para ello.

Los Fondos Líquidos del Fideicomiso depositados en la Cuenta Recaudadora serán utilizados de la siguiente manera:

- (a) a la cancelación de los Gastos del Fideicomiso;
- (b) a la constitución o reposición de la Cuenta de Reserva, en caso que corresponda;
- (c) a la cancelación de los Pasivos que sean exigibles;
- (d) a la distribución de fondos a los Titulares, de existir Fondos Netos Distribuibles;
y
- (e) a la distribución de Fondos Netos Remanentes con el producido de la liquidación del Fideicomiso.

(Nota): Se deja constancia que el Fideicomiso podrá adquirir Certificados de Participación o Títulos de Deuda de otros Fideicomisos, o ser beneficiario de fideicomisos comunes, con excepción de aquellos en que el Fiduciario tenga también la calidad de Fiduciario, por imperio de lo dispuesto en el artículo 20 de la Ley 17.703.

CONTRATO DE ADMINISTRACION Y SU MODIFICACION

Por el Contrato de Administración, el Fiduciario designa al Administrador para cumplir con el ejercicio de las funciones, atribuciones y deberes de administrador en los términos del Contrato de Administración y el Contrato de Fideicomiso

El Administrador cumplirá la tarea de administrar los Bienes Fideicomitados y llevar adelante la implementación del Plan de Negocios.

El Administrador tendrá a su cargo específicamente las siguientes funciones y responsabilidades, sin perjuicio de las que se detallan en el Plan de Negocios:

- (a) Ejecutar el Plan de Negocios.
- (b) Tramitar todos los permisos y autorizaciones correspondientes para el desarrollo de los Proyectos y presentar toda la documentación que acredite la obtención de los mismos.
- (c) Preparación de los reportes trimestrales sobre el avance de los Proyectos y las ventas. Dichos reportes deberán ser remitidos al Fiduciario dentro de los primeros veinte días posteriores a la finalización del respectivo trimestre.
- (d) Negociar los contratos que sean necesarios con los proveedores.
- (e) Realizar los controles de ejecución y calidad de los proveedores y terceros que se contraten para desarrollar las actividades.

- (f) Exigir y cumplir con todas las normativas, leyes, y obligaciones pertinentes al sector y al país.
- (g) Realizar las gestiones que sean necesarias para que los Deudores realicen los pagos de cualquier suma que éstos deban abonar al Fideicomiso. A estos efectos, el Administrador podrá iniciar las acciones que sean necesarias para reclamar dichos pagos.
- (h) Gestionar todas las compras, arrendamientos y contrataciones que resulten necesarias a fin de ejecutar el Plan de Negocios.
- (i) Confeccionar el presupuesto para cada etapa de los Proyectos.
- (j) Informar al Fiduciario inmediatamente de ocurrido cualquier hecho o acto relacionado con la ejecución del Plan de Negocios que pudiera incidir considerablemente en la inversión realizada por los Titulares.
- (k) Presentar trimestralmente el informe sobre Fondos Netos Distribuibles, dentro de los veinte días del cierre de cada trimestre calendario, debiendo el Fiduciario determinar la existencia de Fondos Netos Distribuibles antes del día treinta de dicho mes.

Serán obligaciones del Administrador la defensa y conservación del Patrimonio Fideicomitado. El Administrador informará al Fiduciario a la brevedad posible de cualquier hecho o circunstancia que pudiera afectar adversamente el Patrimonio Fideicomitado y tomará prontamente todas las medidas conservatorias y de defensa que resultaren convenientes y le fueran posibles, sin perjuicio de las que el Fiduciario pudiera tomar.

En la actuación del Administrador, se aplicarán las siguientes reglas para prevenir posibles conflictos de intereses:

- (a) El Administrador y sus Vinculados no podrán realizar transacciones ni prestar servicios de cualquier naturaleza al Fideicomiso, salvo los previstos en el Contrato de Fideicomiso y el presente Contrato. El Administrador se obliga a presentar al Fiduciario a la firma de este Contrato, una declaración jurada indicando todos sus Vinculados y se obliga a actualizar la misma toda vez que exista algún cambio.
- (b) Queda estrictamente prohibido a los directores y gerentes del Administrador ofrecer asesorías, consultorías o cualquier otro servicio de la misma naturaleza al Fideicomiso
- (c) El Fideicomiso tampoco podrá efectuar operaciones con personas deudoras del propio Administrador o de sus personas Vinculadas. No obstante, para estos efectos no se considerará como persona relacionada con el Administrador la que adquiera dicha condición como consecuencia de la inversión en ella de los recursos del Fideicomiso.

CONTRATO DE ENTIDAD REPRESENTANTE

El Emisor designa a BEVSA como Entidad Representante de la emisión de los Valores 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 Valores registrados ante el Fiduciario o la entidad registrante que eventualmente lo sustituya (en adelante, los "Titulares"), en los términos explicitados en el presente Contrato.

La Entidad Representante asumirá las siguientes obligaciones: (a) controlar las suscripciones e integraciones efectuadas; (b) asumir la representación legal de los Valores en tanto Titulares, con el alcance previsto en el presente Contrato; (c) defender los derechos e intereses colectivos de los Titulares durante la vigencia de los Valores y hasta su cancelación total de acuerdo con la ley y con el presente Contrato.

La Entidad Representante podrá realizar, en nombre y representación de los Titulares, los siguientes actos: (a) solicitar información relativa al Emisor 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 las bolsas en las cuales los Valores 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 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 (a) del presente Contrato; (e) solicitar cualquier tipo de información a la Entidad Registrante (según este término se define en el Fideicomiso) relacionada con la presente emisión.

Desde ya los Titulares y el Emisor 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).

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.

La Entidad Representante no es responsable por el contenido y alcance del Fideicomiso, de los Valores, ni de sus garantías, ni de los créditos cedidos al Fideicomiso. 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, pudiendo en todo caso deducirlos de los pagos que efectúe el Emisor y sin perjuicio de la obligación de éste de cubrirlos en su totalidad.

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 Emisor 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 Emisor que sirvan de protección adicional a los Titulares; (b) aclarar cualquier ambigüedad o disposición dudosa contenida en este Contrato, sus modificaciones o en los Valores; (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 las bolsas de valores en las cuales los Valores 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 EF AFISA como 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.

Las facultades de la Entidad Representante establecidas en esta cláusula son sin perjuicio de todas las otras que se establezcan en este Contrato, en el Documento de Emisión, en el Fideicomiso, o en cualquier otra documentación relacionada con esta emisión.

III. PLAN DE NEGOCIOS DEL FIDEICOMISO

El Plan de Negocios establece el marco dentro del cual se desarrollará la estrategia del Fideicomiso para cumplir con su fin, y específicamente indicará los requisitos generales que han de reunir los Proyectos a efectos de que el Fideicomiso realice dichas inversiones. De ningún modo podrá interpretarse que los términos y condiciones del Plan de Negocios suponen un compromiso o promesa de que la estrategia prevista será exitosa en su resultado.

I. Proyectos de desarrollo que integrarán el Fideicomiso Financiero

El Fideicomiso desarrollará los siguientes proyectos de vivienda de interés social, de acuerdo a las características que se describen para cada uno de ellos. Los proyectos serán desarrollados en dos Inmuebles que serán aportados por los Fideicomitentes y en dos inmuebles que serán adquiridos directamente por el Fideicomiso.

1. Barrio Santa Maria en Las Piedras, Canelones



El Emprendimiento

Las Piedras es una de las ciudades satélite más importante de Montevideo. De acuerdo a los datos del Censo 2011, en Las Piedras viven 71.268 habitantes y existen 24.588 viviendas, representado un ratio de 2.9 habitantes por vivienda. El Fideicomiso prevé desarrollar un barrio residencial en esta ciudad.

El desarrollo se realizará sobre una fracción de aproximadamente 50.000 m², que actualmente es parte del Padrón Número 15.897 (totaliza 126.702m²), que es de propiedad de Nurwoly S.A. y sobre el cual el Fideicomiso ha firmado un boleto de reserva. Sobre la totalidad del predio habrá un sector en donde se implantan conjuntos

habitacionales en régimen de propiedad horizontal, desarrollado por el Fideicomiso y otro sector previsto para el loteo y venta de predios de aproximadamente 300 m² (desarrollado por terceros).

El predio está ubicado en una zona de gran crecimiento industrial en constante desarrollo y fue declarado de interés municipal por la Intendencia de Canelones. Tienen accesos y salidas rápidas hacia el centro de Las Piedras, hacia Montevideo y hacia el norte del País por la ruta 5. El proyecto contempla una integración al entorno urbano con frente sobre las calles en ambos casos con una implantación de baja densidad permeable a la trama existente, permite una transición suave entre el espacio público y privado.



El emprendimiento se destaca por su estética moderna, áreas amplias y verdes, el confort de sus casas y el estilo en la determinación de sus espacios internos.

Principales Características

- **Excelente ubicación:** a minutos del centro de la ciudad. Conexión directa con todas las rutas hacia Montevideo y el este del país, anillo perimetral, Zona América. A 25 minutos del puerto de Montevideo y menos de 1.000 mts de la línea de ferrocarril.
- **Transporte público:** acceso a varias líneas transporte público.
- **Escuelas:** Diversas escuelas y liceos tanto públicos como privados en un radio cercano.
- **Servicios:** Proximidad a servicios esenciales tales como hospitales, policlínicas, supermercados, etc.
- Detalle de padrón: 15.897
- El terreno es propiedad de Nurwoly S.A.
- Superficie: 126.702 m² está en proceso de subdivisión.
- Desarrollo urbanístico es de interés municipal.

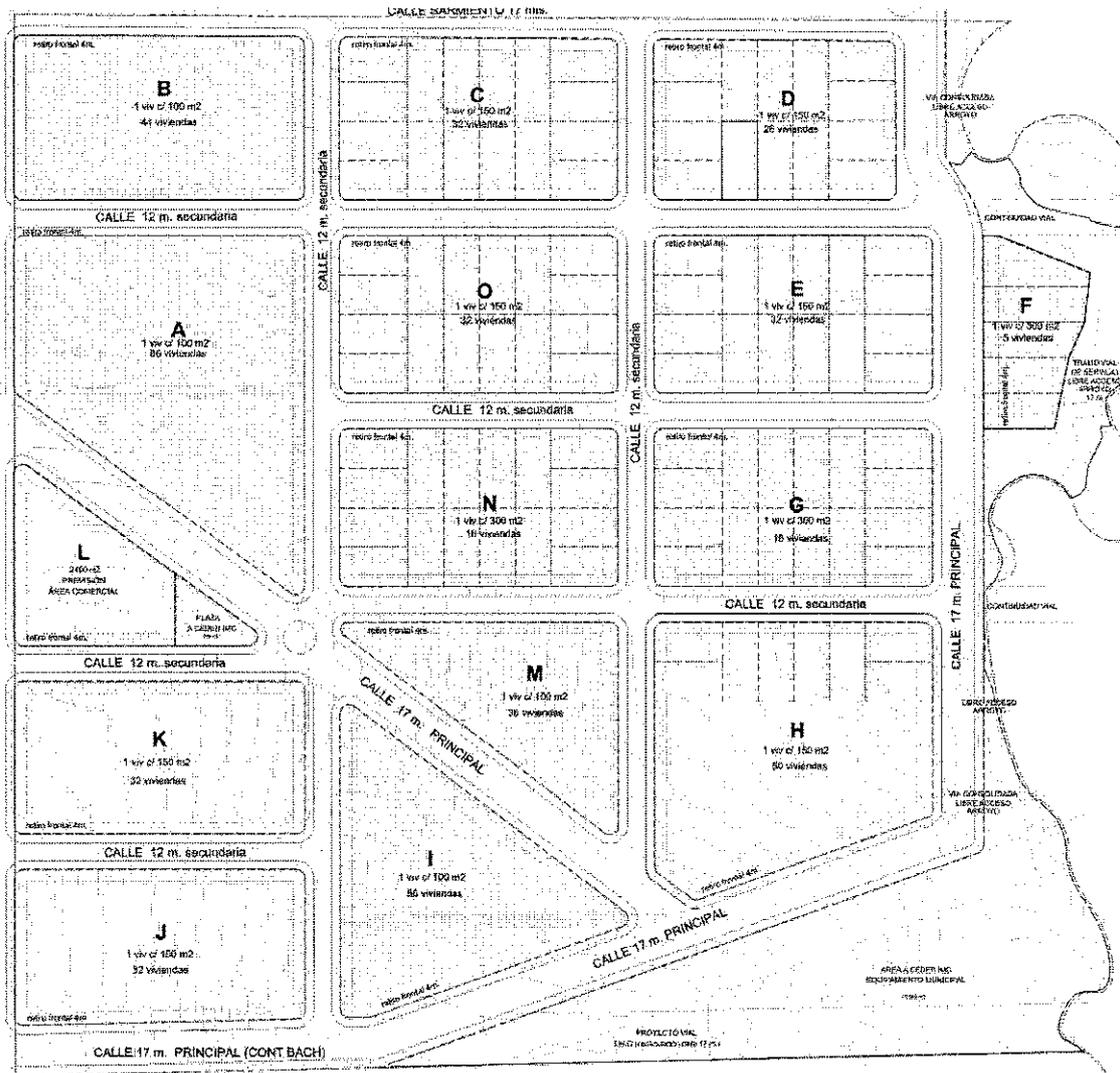
El proyecto de urbanización fue autorizado por la Intendencia de Canelones en cuanto a su Viabilidad de Uso. Actualmente se está tramitando la subdivisión del predio y posteriormente se solicitarán los permisos de obra y la declaración de interés social por parte de la Agencia Nacional de Vivienda.

El Producto

De acuerdo a los análisis realizados de la zona y de los ingresos de los posibles compradores se ha proyectado un barrio residencial que cuente con 288 casas.

El proyecto se realizará en 4 fases de obra de infraestructura como se presenta en el siguiente Masterplan, que coinciden con las 4 etapas de construcción de las viviendas del mismo.

Master Plan del Barrio Las Piedras



Los solares A, B, J, K, I y M, en su totalidad y parte del solar H, permanecerán en el patrimonio del Fideicomiso. Una vez finalizado el fraccionamiento y siempre que se esté en condiciones de escritura, EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A. (Fiduciaria), transferirá nuevamente a Nurwoly S.A., los solares C, D, E, F, G, L, N y O en su totalidad y el remanente del solar H.

Etapas 1

Se prevé comenzar cuando se realice la emisión del Fideicomiso y se obtengan todas las autorizaciones correspondientes.

La tipología de construcción de las viviendas prevista para la Etapa 1 es la siguiente:

Topología	m2 construidos	Cantidad de unidades
1 dormitorio	40 m2	24
2 dormitorios	50 m2	36
3 dormitorios	70 m2	12

Sin embargo, la misma puede ser modificada por CasasURU, si a medida que se va realizando el proyecto, se observa mayor demanda de determinada tipología más que de otra.

Etapas 2, 3 y 4

Las Etapas posteriores de este proyecto, están previstas que comiencen 12 meses después de comenzado la etapa anterior.

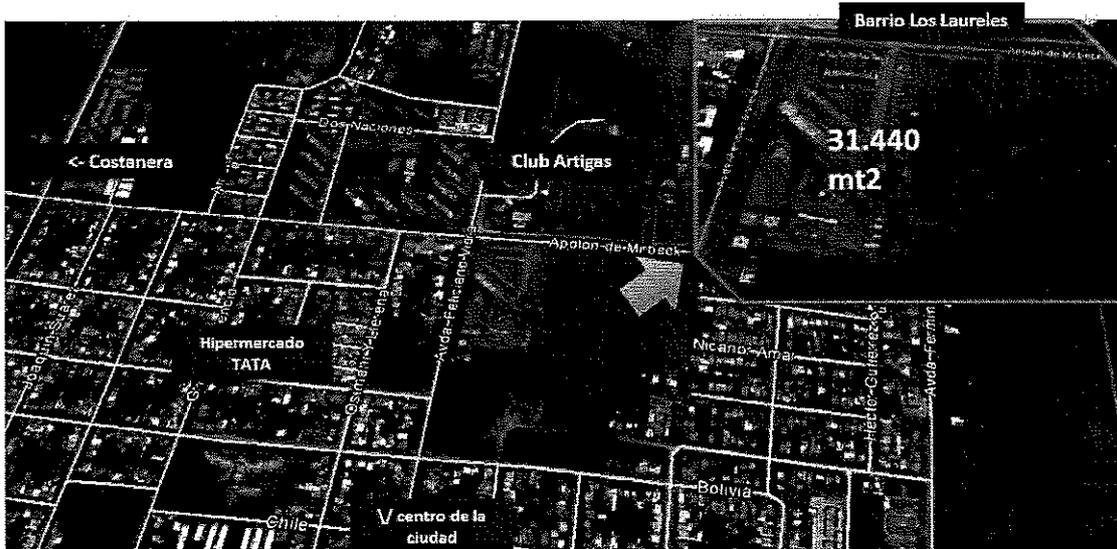
Es decir las etapas están solapadas y comienzan 12 meses después de la etapa anterior, siempre que se cumpla con la restricción establecida en el Fideicomiso: de que antes de comenzar la etapa siguiente, el 35% de las viviendas de la etapa anterior tienen que haber sido comercializadas, habiéndose escriturado y cobrado el 100% del precio de las mismas.

Cada etapa tiene una duración aproximada de 22 meses, desde que se comienza la obra de infraestructura hasta que se termina de comercializar la última casa.

Las tipologías de las casas de las Etapas 2, 3 y 4 se definirán de acuerdo a la demanda en cada etapa anterior.

2. Barrio “Los Laureles”, Salto, Manzana B

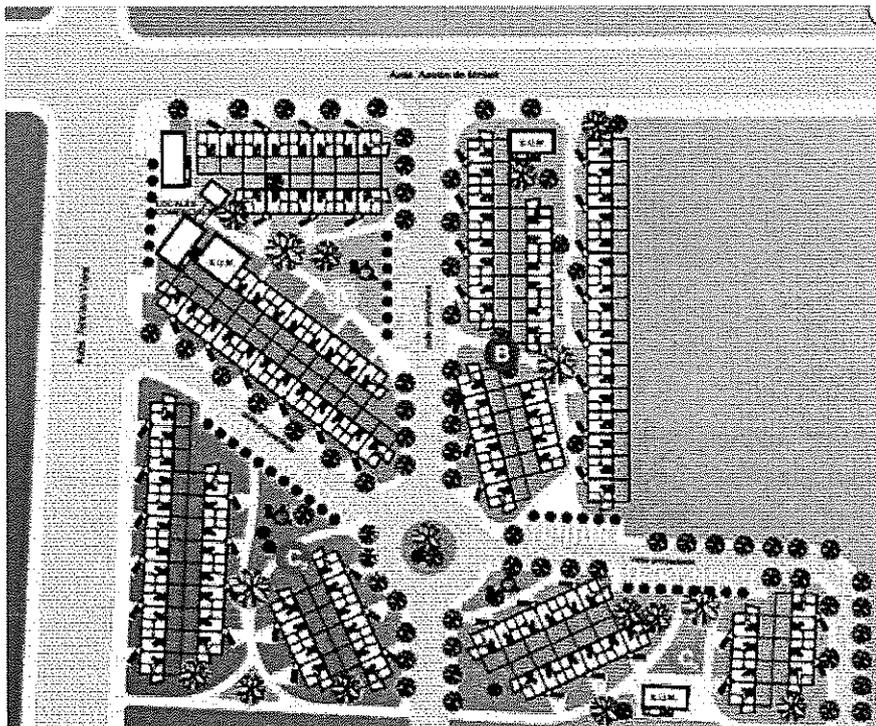
El Barrio Los Laureles es un emprendimiento que CasasURU está desarrollando en Salto desde Diciembre 2012 sobre un padrón de 31.440 m2 propiedad de Mulery S.A. La primer etapa (Manzana A) está concluida y una elevado porcentaje de comercialización. La etapa 2 (Manzana C) tiene un 50% de avance y un 40% de comercialización. La experiencia de la empresa basada en casos fácticos ha determinado una gran demanda por unidades de entre 40 y 50 m2. Los posibles compradores forman parte de los clientes posibles de CasasURU. En este sentido, CasasURU cuenta con una base de datos de más de 1.000 clientes potenciales para estas unidades. Dada esta situación es que la empresa planifica desarrollar a través del Fideicomiso la etapa 3 (Manzana B).



El Emprendimiento

Es la tercera etapa (manzana B) de un emprendimiento que se encuentra ya en desarrollo desde fines del año 2012. Tal como se observa en el siguiente Masterplan.

Masterplan del Barrio "Los Laureles", Salto



Manzana A (Etapa 1): 66 unidades de 2 y 3 dormitorios y 5 locales comerciales.
Finalización de obra Agosto 2014

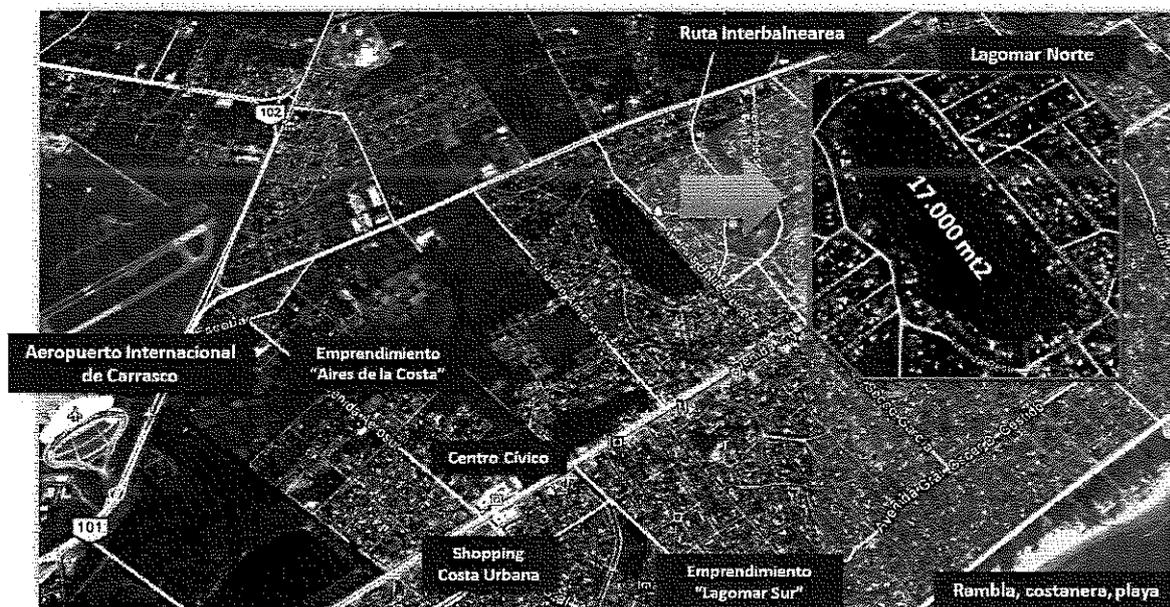
Manzana C2 (Etapa 2): 48 unidades de 2 y 3 dormitorios. Diseños y tipologías más amplias. Construcción en desarrollo

Manzana B (Etapa 3): 64 unidades de 1, 2 y 3 dormitorios en bloques en 2 plantas.

El proyecto de urbanización ya está aprobado y se encuentra en vías de autorización los permisos de obra y posteriormente se solicitará la declaración de interés social por parte de la Agencia Nacional de Vivienda.

Se prevé comenzar con la Manzana B cuando se realice la emisión del Fideicomiso.

3. Barrio "Aires del Lago", Lagomar Norte, Canelones



El Emprendimiento

Se prevé desarrollar un barrio residencial en Lagomar Norte, que integra Ciudad de la Costa, una ciudad satélite importante de Montevideo y en la cual se observa cada vez mayor crecimiento poblacional de sectores medios, lo que significa una importante fuente de demanda de vivienda.

El emprendimiento a realizarse en el predio de referencia es, por sus características y envergadura, una de las obras de mayor relevancia en Ciudad de la Costa conjuntamente con las obras del proyecto ejecutivo de saneamiento, drenaje pluvial y vialidad de la Ciudad de la Costa y el recientemente inaugurado centro cívico.

Se destaca el desarrollo de áreas de esparcimiento, incluyendo un lago (que será realizado por la Intendencia) que funcionará como sistema de amortiguación de pluviales necesario para toda la zona.

Se trata de un predio de más 17 hectáreas donde se proyecta realizar la urbanización y el fraccionamiento consolidando con la trama urbana existente hoy en la ciudad.

El emprendimiento se destaca por su estética moderna, áreas amplias y verdes, el confort de sus casas y el estilo en la determinación de sus espacios internos.

Características principales del Proyecto

- El nuevo fraccionamiento integra áreas para la construcción de conjuntos de casas, predios para la construcción de bloques bajos y medios de apartamentos, y predios a la venta a terceros.
- El Fideicomiso será quien lleve adelante la construcción de las obras de infraestructura de todo el predio. El costo de estas obras será el precio que el Fideicomiso pagará por los 35.000 m² de terreno que se escriturarán al Fideicomiso y donde se desarrollará el proyecto de viviendas.
- Habrá unidades de 1, 2 y 3 dormitorios.
- Detalle de la propiedad: padrones 44.890, 44.891 y 44.892, Ciudad de la Costa, Canelones.
- El predio es de terceros y lo adquirirá el Fideicomiso según se describió anteriormente. CasasURU ya tiene a favor el boleto de reserva y puede cederlo a quien este designe.
- El desarrollo urbanístico es de interés municipal.

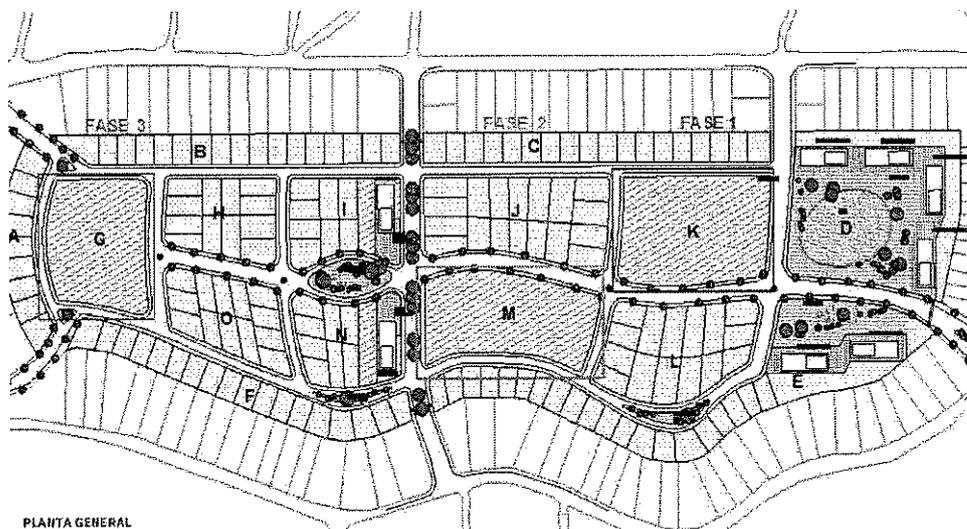
El proyecto de urbanización ya fue elevado para la aprobación de la Intendencia de Canelones. Una vez aprobado el mismo, se procederá a solicitar los permisos de obra y la declaración de interés social por parte de la Agencia Nacional de Vivienda.

El Producto

De acuerdo a los estudios arquitectónicos y de desarrollo urbanístico, se prevé realizar un barrio residencial que cuente con 320 casas.

El proyecto se realizará en 3 fases de obras de infraestructura como se presenta en el siguiente Masterplan, que incluyen las 4 etapas de construcción de las viviendas del mismo.

Masterplan del Barrio "Aires del Lago", Lagomar



PLANTA GENERAL

(*) Cabe destacar que la Fase 2 de obra de infraestructura tiene incluida las etapas 2 y 3 de construcción de viviendas.

Etapas 1

Se prevé comenzar cuando se realice la emisión del Fideicomiso.

La tipología de construcción de las viviendas para la Etapa 1 es la siguiente:

Topología	m2 construidos	Cantidad de unidades
1 dormitorio	40 m2	24
2 dormitorios	50 m2	40
3 dormitorios	70 m2	16

Sin embargo, la misma puede ser modificada por CasasURU, si a medida que se va realizando el proyecto, se observa mayor demanda de determinada tipología más que de otra.

Etapas 2, 3 y 4

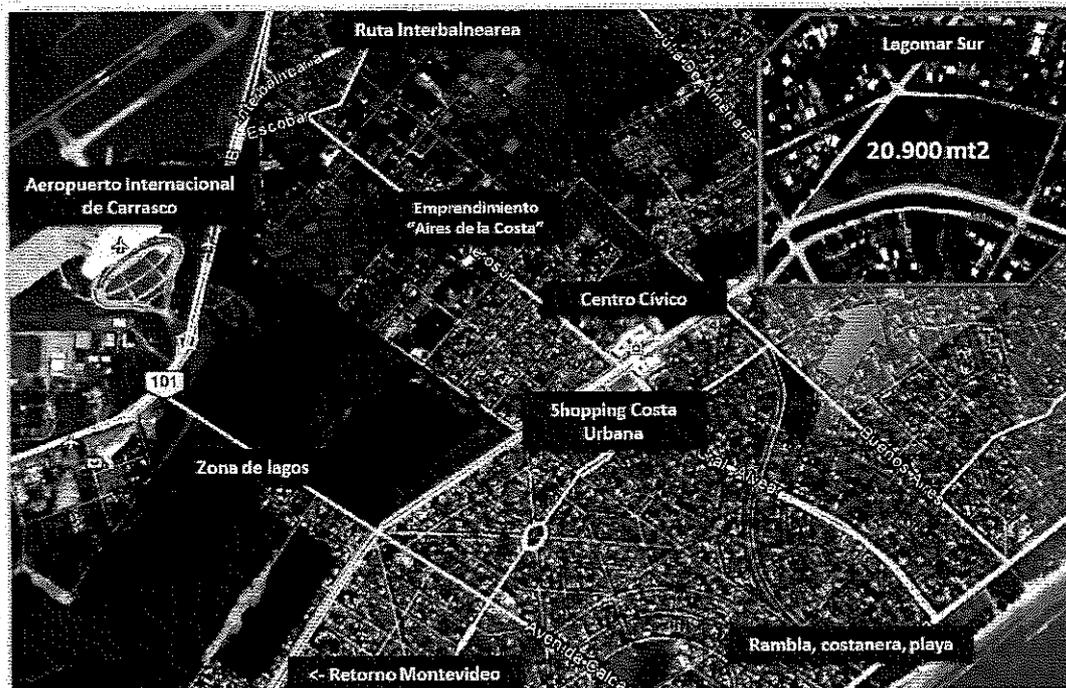
Las Etapas posteriores de este proyecto, están previstas que comiencen 12 meses después de comenzado la etapa anterior.

Es decir las etapas están solapadas y comienzan 12 meses después de la etapa anterior, siempre que se cumpla con la restricción establecida en el Fideicomiso: de que antes de comenzar la etapa siguiente, el 35% de las viviendas de la etapa anterior tienen que haber sido comercializadas, habiéndose escriturado y cobrado el 100% del precio de las mismas.

Cada etapa tiene una duración aproximada de 22 meses, desde que se comienza la obra de infraestructura hasta que se termina de comercializar la última casa.

Las tipologías de las casas de las Etapas 2, 3 y 4 se definirán de acuerdo a la demanda en cada etapa anterior.

4. Barrio Santa Isabel, Lagomar Sur, Canelones



El Emprendimiento

Se prevé desarrollar un barrio residencial en Lagomar Sur, una zona de mayor expansión habitacional de los últimos años y en donde la propiedad se ha revalorizado fuertemente.

El emprendimiento se destaca por su formidable ubicación, a pocos metros del Centro Comercial Costa Urbana, la cercanía a la playa y a la avenida Gianattasio. El proyecto procura destacarse por su estética moderna, áreas amplias y verdes, el confort de sus casas y el estilo en la determinación de sus espacios internos.

Características principales del Proyecto

- **Cómoda ubicación:** a 30 minutos del centro de la ciudad de Montevideo. A menos de 10 minutos del Aeropuerto, anillo perimetral, ruta interbalnearia, Zona América.
- **Transporte público:** acceso a todas las líneas interdepartamentales por Av. Giannattasio.
- **Escuelas:** Diversas escuelas y liceos tanto público como privado en un radio cercano.
- **Comercios:** Gran variedad de opciones en el Centro Comercial "Costa Urbana" y sobre la Av. Giannattasio.
- Detalle de padrón: 46.944 (antes 777), Ciudad de la Costa, Canelones.
- El predio es de terceros y lo adquirirá el Fideicomiso. CasasURU ya tiene a favor el boleto de reserva.

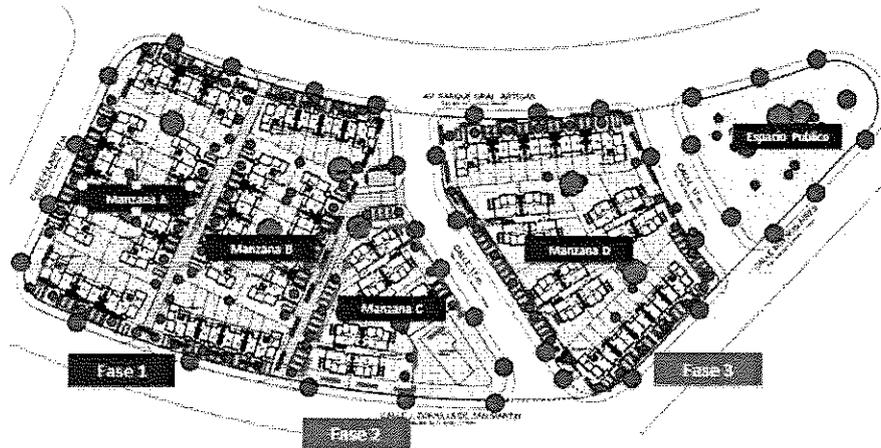
El proyecto de urbanización ya fue elevado para la aprobación de la Intendencia de Canelones. Una vez aprobado el mismo, se procederá a solicitar los permisos de obra y la declaración de interés social por parte de la Agencia Nacional de Vivienda.

El Producto

De acuerdo a la demanda de la zona y la investigación realizada a través de agentes inmobiliarios de la zona se ha desarrollado un proyecto de desarrollo urbanístico, se prevé realizar un barrio residencial que cuente con 126 casas.

El proyecto se realizará en 3 fases de obras de infraestructura como se presenta en el siguiente Masterplan, que coinciden con las 3 etapas de construcción de las viviendas.

Masterplan Barrio Lagomar Sur



Etapa 1

Se prevé comenzar cuando se realice la emisión del Fideicomiso.

La tipología de construcción de las viviendas para la Etapa 1 es la siguiente:

Tipología	m2 construidos	Cantidad de unidades
2 dormitorios	60 m2	0
3 dormitorios	77 - 87 m2	56

Sin embargo, la misma puede ser modificada por CasasURU, si a medida que se va realizando el proyecto, se observa mayor demanda de determinada tipología más que de otra.

Basado en la experiencia de ventas de Aires de la Costa, que se encuentra a corta distancia, se prevé una mayor demanda y rápida comercialización en este proyecto.

Etapa 2 y 3

Las Etapas de construcción de viviendas posteriores de este proyecto, están previstas que comiencen 12 meses después de comenzado la etapa anterior.

Es decir las etapas están solapadas y comienzan 12 meses después de la etapa anterior, siempre que se cumpla con la restricción establecida en el Fidecomiso: de que antes de comenzar la etapa siguiente, el 35% de las viviendas de la etapa anterior tienen que haber sido comercializadas, habiéndose escriturado y cobrado el 100% del precio de las mismas.

Cabe destacar que en este proyecto se prevé una mayor demanda y por ende una menor duración de cada etapa (aproximadamente 18 meses), desde que se comienza la obra de infraestructura hasta que se termina de comercializar la última casa.

Las tipologías de las casas de las etapas 2 y 3 se definirán de acuerdo a la demanda en cada etapa anterior.

II. Modelo Financiero

En la elaboración del modelo de Flujo de Fondos se han adoptado los siguientes supuestos:

- **Monto de la emisión:** Hasta UI 140.500.000
 - Certificados de Participación Serie A de oferta pública por hasta UI 135.000.000
 - Certificados de Participación Serie B de oferta privada por hasta UI 5.500.000
- **Desembolsos Parciales:**
 - 10% dentro del Día Hábil siguiente a la fecha de cierre del período de suscripción de la Emisión.
 - A los 30 días corridos de la fecha de emisión, 10% del monto de la emisión.
 - A los 60 días corridos de la fecha de emisión, 20% del monto de la emisión.
 - A los 180 días corridos de la fecha de emisión, 20% del monto de la emisión.
 - A los 240 días corridos de la fecha de emisión, el 40% del monto de la emisión, completando así el 100% del monto de la emisión.
- **Plazo del Fideicomiso:** Variable en función de la comercialización de la última Unidad de los Proyectos, por un plazo de hasta 5 años para el desarrollo y comercialización de las Unidades, y hasta 2 años adicionales para su liquidación. En caso que cumplido el plazo total de 7 años no se haya comercializado la última Unidad de los Proyectos y no se hayan cancelado todos los Gastos del Fideicomiso, los Titulares resolverán en Asamblea por Mayoría Especial de Titulares la prórroga del plazo o la liquidación del Fideicomiso. En ningún caso dicho plazo será mayor al plazo de 30 años establecido en la Ley. Sin perjuicio de lo anterior, el Fideicomiso podrá extinguirse en forma previa, por la imposibilidad absoluta del cumplimiento de los fines para el cual fue constituido, o en caso que los Fideicomitentes no aporten los Inmuebles de acuerdo a lo establecido en la cláusula 3 de este Contrato, y una vez que se devuelvan los fondos aportados a los Titulares y se cancelen los Gastos establecidos en dicha cláusula.

Ocurrido el vencimiento del plazo, el Fiduciario procederá a la liquidación del Fideicomiso, elaborando un balance final de liquidación a tales efectos.

- **Destino de la Inversión:** Construcción y Comercialización de las viviendas en los proyectos mencionados:
 - Proyecto Lagomar Norte, Canelones, compuesto por 4 etapas. Cada etapa tiene 80 casas, totalizando 320 casas.
 - Proyecto Las Piedras, Canelones, compuesto por 4 etapas. Cada etapa tiene 72 casas, totalizando 288 casas.
 - Proyecto Lagomar Sur, Canelones, compuesto por 3 etapas, totalizando 126 casas en total.
 - Proyecto Salto, está compuesto por una sola etapa con la construcción de 64 casas. Cabe destacar, que esta etapa corresponde a la 3era de un proyecto ya construido y comercializado en Salto.
 - **Como se mencionó anteriormente la tipología de las casas puede ser modificada por CasasURU, si a medida que se va realizando el**

proyecto, se observa mayor demanda de determinada tipología más que de otra.

- **Otras inversiones:** El Fideicomiso no podrá invertir sus recursos en valores no permitidos para los Fondos de Ahorro Previsional. Los Fondos Líquidos podrán ser invertidos por el Fiduciario, únicamente en los siguientes Activos Financieros, que calcen con las necesidades de utilización de fondos en plazos y monedas, según las proyecciones que informe el Administrador:
 - a. Valores emitidos por el Estado Uruguayo o el BCU;
 - b. Valores de renta fija emitidos por organismos internacionales de crédito;
 - c. Valores de renta fija emitidos por gobiernos extranjeros de muy alta calificación crediticia;
 - d. Depósitos en entidades de intermediación financiera locales calificadas en Categoría 1 por el BCU.
- La moneda del Modelo Financiero es la Unidad Indexada (UI). La mayoría de los desembolsos y servicios fueron cotizados en UI, por tanto los pagos se realizarán en Pesos Uruguayos equivalentes a las Unidades Indexadas que correspondan en cada caso de acuerdo a la cotización del día de la UI . Los que fueron cotizados en dólares estadounidenses se convierten a UI en cada momento de pago.

Supuestos del Caso Base del Modelo Financiero:

- Todas las Etapas 1 de los proyectos: Las Piedras, Lagomar Sur y Lagomar Norte y la etapa de Salto está previsto que comiencen con las obras en una vez que se realice la emisión pública y se finalicen los permisos para comenzar a construir.
- Los proyectos que tienen etapa 2 (Las Piedras, Lagomar Sur y Lagomar Norte) está previsto que comiencen 12 meses después de comenzado la etapa 1. Y así sucesivamente, las etapas están solapadas y comienzan con 12 meses luego de comenzada la etapa anterior, si se cumple con la restricción establecida en el Fideicomiso: que el 35% de las viviendas de la etapa anterior tienen que haber sido comercializadas, habiéndose escriturado y cobrado el 100% del precio de las mismas.
- Cada etapa tiene una duración aproximada de 22 meses, desde que se comienza la obra de infraestructura hasta que se termina de comercializar la última casa. Cabe destacar que en Lagomar Sur, la comercialización se prevé un poco más rápida que en los demás proyectos, debido a la demanda exitosa del proyecto de El Pinar realizado por CasasURU, prevé una mayor demanda y rápida comercialización en este proyecto.
- **Tierra**
- Tierra Lagomar Norte: Se canjea por obras de infraestructura.
- Tierra Las Piedras: Es propiedad de Nurwoly S.A. La tierra va a ser aportado al proyecto a cambio de los Certificados de Participación B.
- Tierra de Salto: Es propiedad de Mulery S.A. La misma va a ser aportada al proyecto, junto con los trabajos de infraestructura realizados a cambio de los Certificados de Participación B.
- Tierra Lagomar Sur: Se compra el terreno.

- **Costos**
 - **Infraestructura** Incluye costos de obra de caminería interna e iluminación. Los trabajos de infraestructura empiezan 2 meses antes del inicio de la construcción de las casas.
 - **Costo de Construcción de las casas:** El Fiduciario por cuenta del Fideicomiso firmará un contrato llave en mano con una empresa constructora para cada Etapa de cada proyecto. Antes de comenzar el proyecto, CasasURU licitará el proyecto. En este contrato llave mano, se incluye todo el costo de una casa tipo y estará denominado en UI. El Auditor de obra, realizará informes mensuales de avances de obra y contra estos avances el Fideicomiso desembolsará los importes establecidos en el contrato.
 - **Seguridad Social**
 - **Honorarios del Administrador:** En compensación por los servicios que el Administrador se obliga a prestar, el Administrador percibirá como retribución la suma de UI 280.184 más IVA por mes, hasta que finalicen todas las obras y se comercialicen todas las Unidades de todos los Proyectos. En caso que se hayan finalizado todas las obras y reste un saldo de menos de 10% de Unidades sin vender, el Administrador dejará de percibir su remuneración. Serán de cargo del Administrador y se encuentran incluidos en la remuneración que recibe, los honorarios de la estructura del equipo de Casasuru que incluye gastos de administración y ventas. También incluye las cargas sociales correspondientes. No están incluidos en los honorarios del Administrador y serán de cargo del Fideicomiso los costos de ingenieros, arquitectos, asesores de obra (incluyendo agrimensor), los costos y honorarios notariales por control de ventas y reglamento de copropiedad, costo de marketing y campañas de publicidad masiva, comisiones de ventas del equipo de Casasuru, permisos de obra y los costos de terceras inmobiliarias.
 - **Otros Costos de Asesoramiento*:** El Fideicomiso tendrá otros costos de asesoramiento, que mensualmente se estiman en:
 1. Marketing; UI 59.433
 2. Ingeniería: UI 52.921
 3. Notarial: UI 20.802 más IVA. Los costos de escribanos que pagará el Fideicomiso incluyen: control de escrituras y el reglamento de co-propiedad de los barrios.
 4. Otros Asesores de Obra: UI 11.182
- (*) Estos costos son estimados.
- **Comisión de ventas del equipo de CasasURU:** 0,8% de las ventas más IVA
 - **Arquitectura:** representa el 0,7% del costo de obra.
 - **Permiso de obra.** Se estima que el permiso de obra son USD 20.000 por etapa. Se prevé que el mismo se pague una vez concluida la obra (estimado en 12 meses después del inicio). El costo será convertido a UI al momento del pago.
 - **Costos de Fideicomiso**
 - **Agente Fiduciario:** UI 43.500 más IVA
 - **Registro en BEVSA:** UI55.000 más IVA al momento de emisión y UI 8.000 más IVA de mantenimiento por año

- **Entidad Representante:** UI 48.000 más IVA por año.
- **Auditoría del Fideicomiso:** USD 10.000 más IVA por año
- **Calificadora de Riesgo:** UI 129.000 más IVA por la calificación inicial más a UI 24.000 más IVA (por única vez) del informe jurídico. Se abonará UI 65.000 más IVA cada seis meses por la calificación semestral.
- **Auditor de Obra:** UI 98.000 más IVA por obra.

- **Ventas y Comisiones:**

- **La pre-venta de las casas:** La pre-venta de las casas la inicia el equipo comercial de CasasURU, junto con el inicio de las obras. La pre-venta se concreta con un pago durante la obra entre 5% y 10% del valor de la casa.
- **Saldo de Precios:** Se completa el precio con la entrega de la casa. Ya sea a través de crédito bancario o con crédito de CasasURU o fondos propios.
- **Los Precios** a los cuáles se comercializarán las casas será el precio máximo autorizado y calculado por la ANV. Sin embargo, cabe destacar que en caso de que haya un pago contado de la casa, se podrán otorgar rebajas de hasta 5%.
- **Comisiones de otras inmobiliarias:** Si otras inmobiliarias intervienen en la comercialización, se abonará la comisión correspondiente.
- **Comisiones y Gastos del Fideicomiso:** Serán de cargo y costo exclusivo del Fideicomiso todos los gastos, tributos y otros costos que se generen para el cumplimiento de la finalidad del Fideicomiso, incluyendo los pagos a la empresas constructoras, las retribuciones del Fiduciario, del Administrador, a la calificadora de riesgo, auditor de obra, inscripción y cotización en BEVSA, Entidad Representante, comisiones de estructuración, costos de Fideicomiso (marketing, campañas de publicidad masiva, ingeniería, otros asesores, costos notariales), el costo de la comisión de venta de CasasURU, costo de arquitectura, los permisos de obra de cada etapa finalizada, los costos de terceras inmobiliarias si intervienen, los gastos comunes de unidades que no se vendan, tarifas de OSE y otros gastos que puedan haber.
- **Cuenta de Reserva:** Es una cuenta bancaria abierta por el Fiduciario a nombre del Fideicomiso en el Banco, en el cual deberá haber en todo momento al menos UI 15.000.000 (quince millones de UI) para hacer frente a posibles desembolsos. La misma se capitalizará con el último desembolso de la emisión. Si la cuenta reserva se utiliza, se deberá recomponer antes de distribuir dividendos.

- **Repago de Capital, Retribuciones a los Certificados de Participación A y B. Distribuciones:**

Los Fondos Netos Distribuibles serán distribuidos entre los Titulares de acuerdo al siguiente mecanismo y orden de prioridad:

- Repago del capital de los Certificados de Participación Serie A
- Repago del capital de los Certificados de Participación de Serie B
- Del remanente, que corresponde a la Utilidad del Fideicomiso:
 - El 88% de la Utilidad del Fideicomiso se distribuirá entre los Titulares de los

- Certificados de Participación de la Serie A.
- El 12% de la Utilidad del Fideicomiso se distribuirá entre los Titulares de los Certificados de Participación de la Serie B.
 - Una vez que la TIR (tasa interna de retorno) de los Certificados de Participación Serie A alcance el 20% anual (la cual será calculada mensualmente por el Fiduciario), el Administrador tendrá derecho a cobrar honorario de éxito equivalente al 10% de la Utilidad del Fideicomiso, y el remanente se alojará de la siguiente manera:
 - o el 65% a los Titulares de los Certificados de Participación Serie A, y
 - o el 35% a los Titulares de los Certificados de Participación Serie B.
 - El Fiduciario procederá a informar a los Titulares cuando se alcance la TIR anual de 20%, procediendo a retener en un fondo de reserva el equivalente al honorario de éxito pactado a favor del Administrador, retención que será realizada en forma mensual en la medida que el cálculo de la TIR anual confirme el objetivo de 20%.
 - En la fecha de terminación del Fideicomiso (o antes si una Mayoría Especial de Titulares lo aprueba), el Fiduciario procederá a pagar el honorario de éxito al Administrador, calculado a dicha fecha, utilizando los fondos mantenidos en la cuenta de reserva. Los fondos mantenidos en el fondo de reserva podrán ser invertidos en instrumentos en UI o Pesos Uruguayos emitidos por el Estado Uruguayo o el BCU, con un plazo máximo de 2 años.
 - En caso de exceso de fondos en dicho fondo de reserva, los mismos serán distribuidos de acuerdo a la participación establecida, así como si hubiera faltante de fondos para el pago de la comisión de éxito se utilizarán los fondos operativos remanentes para compensar al Administrador.
 - El Fiduciario será el encargado de calcular mensualmente la TIR (Tasa Interna de Retorno) y anualizarla todos los meses. El cálculo de la misma tendrá en cuenta los desembolsos iniciales en etapas tal cual está previsto y los flujos que mensualmente recibirán los Titulares de Certificados de Participación Serie A de acuerdo a la distribución pactada.
 - La TIR es igual a "t" y se calculará como:

$$0 = -\sum_{i=0}^T D_i \times (1+t)^{\left(\frac{i}{365}\right)} + \sum_{j=0}^T E_j \times (1+t)^{\left(\frac{j}{365}\right)}$$

"D_i": significa el monto pagado por un Inversor en el día i siguiente a la Fecha de Inversión (cualquier tipo de pago: acciones, bonos, préstamos, etc.).

"E_j": significa el monto neto recibido por un Inversor en el día j , siguiente a la Fecha de Inversión (cualquier tipo de cobro: venta de acciones, repago de préstamos, repago de bonos, comisiones, etc.); neto de impuestos a la renta u otros impuestos similares a ser pagados por el Inversor.

"T" : significa el número de días entre la Fecha de Inversión y la fecha de salida de la inversión en una empresa por parte del Inversor.

III. Términos y condiciones indicativas para los contratos de arrendamiento de obra con empresas constructoras

El siguiente es un resumen indicativo de los términos y condiciones que usualmente se exigen a las empresas constructoras para los contratos de arrendamiento de obra, en función de la experiencia del Administrador.

Estos términos y condiciones no son taxativos sino que se incluyen a título de ejemplo ya que las condiciones finalmente acordadas dependerá de los términos que se negocien en cada oportunidad con las empresas constructoras.

Documentos que forman parte del contrato

Forman parte integrante e indivisible del contrato los siguientes documentos:

- a) Planos de Construcción y memorias constructivas
- b) Propuesta del Contratista
 - a. Planilla de Cotización (Rubrado)
 - b. Plan de trabajos
 - c. Aclaraciones y exclusiones
- c) Plan de Trabajo, Cronogramas de avance de obra generados por el Contratista y aprobado por la Dirección de Obra
- d) Acta de iniciación de obra
- e) Planos y planillas que confeccione el Contratista y sean aprobados por la Dirección de Obra, y aquellos planos complementarios que la Dirección de Obra entregue al Contratista durante la ejecución de la obra.
- f) Actas de las reuniones entre la Dirección de Obra, el Contratista y el Propietario.
- g) Ordenes de servicios emitidas por la Dirección de Obra asentadas en el libro de obra o comunicadas por carta, mail o fax al Contratista, sean estas en forma escrita o dibujada; notas de pedidos del Contratista; correspondencia intercambiada por cualquier medio escrito con la Dirección de Obra por parte del Contratista; planes de trabajo y gráficos de inversiones que puedan modificarse a consecuencia de prórrogas que pudieran acordarse.

De toda la documentación referida se firmaran dos ejemplares por ambas partes (Propietario y Contratista) con la intervención necesaria de la Dirección de Obra, quien suscribirá la documentación.

Documentación accesoria

Sin perjuicio de la documentación referida precedentemente se considera documentación accesoria, y como tal, igualmente parte integrante e indivisible de este contrato la siguiente:

- a) La orden de la iniciación de la obra que el Propietario y/o Director de Obra impartirá al Contratista por escrito.
- b) Los planes de trabajos y los de inversiones modificativas del cronograma de avance de obra e inversiones, aprobados por la Dirección de Obra.
- c) Los comprobantes de trabajos adicionales.
- d) Los comprobantes de prórroga de plazos contractuales que pueda otorgar el Propietario.
- e) El libro de obra.

- f) La correspondencia vía epistolar, mail o por facsímil intercambiada entre el Contratista y la Dirección de Obra y todo otro documento intercambiado entre las partes de este Contrato.

Objeto del contrato

El Propietario comete al Contratista, quien en tal carácter acepta la realización de la obra bajo la modalidad "llave en mano" consistente en la construcción de XX viviendas con la caminería interior a su predio, según los planos y memoria descriptiva

Precio

Se intentara establecer en UI, con montos máximos de BPS. EL IVA se cancelará mediante la presentación de certificados emitidos por la Dirección General Impositiva otorgados en relación a la promoción del Proyecto en el marco del régimen de Vivienda de Interés Social.

Dicho precio incluirá mano de obra, materiales, beneficio, gastos generales del Contratista, todos los rubros presupuestados como subcontratos según se indica en la propuesta del Contratista, así como la totalidad de las providencias constructivas, administrativas y financieras, manejo y coordinación de subcontratos y ayuda a los gremios que sean necesarios para la ejecución de los trabajos, y de los materiales presupuestados de la calidad establecida en los recaudos para la correcta ejecución de la obra.

El Propietario tendrá derecho en cualquier momento durante la ejecución de la obra a acopiar materiales que se deban emplear en la misma y a contratar directamente subcontratos y los materiales que estos deban emplear. En este último caso, los ahorros generados se compartirán en un % a definir entre el propietario y la contratista.

Solamente serán reconocidos como adicionales aquellos trabajos que fueren expresamente ordenados por escrito por el Propietario y comunicados por la Dirección de Obra, en cuyo caso se establecerá un plazo para su realización.

Forma de pago -

1) Anticipos: El Propietario abonará entre 10% y 20% de anticipo. La contratista deberá otorgar los correspondientes avales bancarios emitidos por una entidad local de primera línea previamente aprobada por el Propietario, por los montos de Anticipos con anterioridad a que los mismos se desembolsen.

2) Certificado de Obra – El precio será abonado mediante certificaciones de obra mensuales.

3) Contenido del Certificado de Obra - El Contratista confeccionará el Certificado de Obras realizadas efectivamente en forma mensual (durante el mes calendario anterior) y el acumulado, detallando:

- a) Certificado hecho de acuerdo a los trabajos realizados y adheridos efectivamente a la obra en dicho mes, a precio de Contrato, con indicación de los cómputos métricos y los precios unitarios contenidos en la Propuesta;
- b) Certificados de obras extraordinarias (adicionales) efectuadas por orden escrita de la Dirección de Obra y autorizadas por el Propietario

Las obras que no sean incluidas en el Certificado deberán agregarse en el Certificado siguiente.

Fondo de garantía

El Contratista deberá integrar un Fondo de Garantía de fiel cumplimiento, el cual se formará mediante una retención de al menos 5% (cinco por ciento) sin incluir impuestos, leyes sociales ni aportes de seguridad social de cada Certificado de Obra que presente el Contratista.

La garantía de fiel cumplimiento del Contrato no libera al Contratista de las responsabilidades que establece el art. 1844 del Código Civil.

Esta póliza será reintegrada al Contratista una vez completada la Recepción Final de la Obra.

Plazo

La Contratista se obliga a finalizar las obras en un plazo de XX meses y a cumplir estrictamente con el Cronograma de Avance de Obra que forma parte integrante del Contrato.

Los plazos estipulados solo podrán ser prorrogados por razones de fuerza mayor, autorizados por la Dirección de Obra y el Propietario y con la condición de que el pedido de prórroga que efectúe el Contratista deberá ser debidamente fundamentado y que sea formalizado dentro de la semana calendario posterior a aquella en que se produce la causal.

El Contratista deberá cumplir con los hitos parciales con la entrega de las distintas tiras de viviendas de cada etapa de cada barrio.

Vicios de construcción aparentes

Cuando la Dirección de Obra durante la ejecución de las mismas y/o a la recepción provisoria o definitiva advierta vicios de construcción en ellas, podrá disponer que la Contratista proceda a demoler y reconstruir sin que le sirva de excusa ni le dé derecho a reclamo alguno, el hecho de que la Dirección de Obra hubiera inspeccionado estos trabajos anteriormente sin observaciones.

Vicios de construcción ocultos

Si el Director de Obra tuviera motivos para sospechar la existencia de vicios de construcción ocultos en la obra ejecutada, ordenará en cualquier tiempo o antes de la recepción provisoria, los trabajos que sean necesarios para reconocer si efectivamente existen. Los gastos que se originen serán de cuenta de la Contratista si los vicios existen; en caso contrario serán de cargo del Propietario debiéndose en este caso prorrogar los plazos por el mismo tiempo que insuma la demolición, desmontaje, exámenes y reconstrucciones realizadas.

Seguros

- 1) El Contratista será responsable por los daños y perjuicios de cualquier naturaleza que por actos u omisiones de su personal o por los efectos de las máquinas, equipos o implementos por ellos accionados pueda ocasionar a su propio personal,

- a los de subcontratistas, al Propietario, a la Dirección de la Obra o a terceros dentro o fuera del recinto de la obra.
- 2) El Contratista deberá mantener durante todo el tiempo que dure la obra a su personal asegurado contra accidente de trabajo en el Banco de Seguros del Estado.
 - 3) El Contratista deberá además adoptar las medidas de seguridad vigentes, así como mantener, en el recinto de la obra un botiquín con material adecuado para primeros auxilios.
 - 4) El Contratista deberá contratar un seguro de responsabilidad civil y de todo riesgo construcción para cubrir los daños eventuales a terceros.
 - 5) La Contratista deberá asegurar en el Banco de Seguros del Estado u otra entidad que sea de conformidad del Propietario, los acopios de materiales que se efectúen debiendo ceder al Propietario la póliza de seguro contratado.

Cesión de Contrato

No podrá la Contratista traspasar ni ceder de ninguna forma el Contrato, en todo ni en parte, sin consentimiento expreso y por escrito del Propietario y de acuerdo a las condiciones que éste fije.

Rescisión del contrato por parte del Propietario

El Propietario podrá dar por rescindido el Contrato automáticamente y de pleno derecho sin necesidad de interpelación judicial o extrajudicial alguna en caso de verificarse cualquiera de las siguientes condiciones resolutorias respecto de la Contratista:

- a. En caso que la Contratista solicite concordato, moratoria, quiebra o liquidación judicial.
- b. Cuando la Contratista incurra en grave negligencia o grave contravención a cualquiera de las obligaciones que asume en virtud de este Contrato y/o de la documentación anexa.
- c. Cuando se exceda injustificadamente a juicio del Director de la Obra en la iniciación de la misma.
- d. Cuando las órdenes dadas por la Dirección de Obra se incumplan parcial o totalmente, o se cumplan tardíamente, entendiéndose por esto último cuando el atraso provoca un entorpecimiento en el ritmo normal de la obra.
- e. Cese total o parcial de los trabajos con más de 15 (quince) días seguidos o 30 (treinta) alternados, salvo causa de fuerza mayor.
- f. Ritmo lento en la ejecución de los trabajos que haga presumir a la Dirección de Obra que la misma no podrá concluirse en el plazo pactado. Se computa ritmo lento cuando la certificación mensual real de la obra difiere en más de un 30 % (treinta por ciento) con la certificación de obra teórica para la etapa mensual correspondiente, evaluada conforme cronogramas de avance de obra y de inversiones.
- g. Si a la fecha de vencido el plazo contractual, con sus prórrogas si las hubiere, lo ejecutado por la Contratista resulte inferior al 90 % (noventa por ciento) del monto total o precio del contrato.
- h. Si la obra prosigue más allá del plazo contractual o de sus prórrogas, cuando el atraso sea tal que el monto de la multa a aplicar conforme a la cláusula cuadragésimo del Contrato supere el 10% (diez por ciento) del monto del Contrato.
- i. Si la Contratista cedere total o parcialmente las obligaciones y derechos emergentes de este Contrato sin la previa autorización por escrito del Propietario.

Efectos de la rescisión por parte del Propietario

La rescisión del Contrato en los términos y las causales de la cláusula precedente, tendrá las siguientes consecuencias:

- a) el Contrato se rescinde de pleno derecho por culpa del Contratista
- b) el Propietario tendrá derecho a percibir como única indemnización por todo concepto la suma del 10% del precio total del contrato más el juego completo de moldes, además de los adelantos que hubiese realizado por cualquier concepto. El Contratista no podrá ejercer derecho de retención sobre la obra y/o los materiales acopiados renunciando desde ya al ejercicio de tal derecho.

Multa por atraso.

En caso de atrasos respecto del cumplimiento de los plazos de finalización de obra y/o la duración total del plazo contractual, el Contratista se hará pasible de una multa diaria. También deberá hacerse cargo de los costos adicionales incurridos por virtud de dicho atraso, incluidos los trabajos de administración del Propietario, durante dicho período.

El no cumplimiento de las entregas pactadas implicará que no se le podrá aplicar a la cuota parte atrasada, ninguna actualización paramétrica ni indexación posterior a la fecha original- con sus correspondientes ampliaciones en caso de que corresponda- de vencimiento de ese hito parcial (según lo establecido en la cláusula décimo primero).

Dicho atraso se entenderá configurado de pleno derecho, por el solo vencimiento de los plazos establecidos, sin necesidad de interpelación judicial o extrajudicial alguna por parte del Propietario.

IV. PROYECCIONES FINANCIERAS DEL NEGOCIO

A continuación se presentan los estados contables esperados para el Fideicomiso en función de los supuestos utilizados.

ESTAS PROYECCIONES SE REALIZAN A SIMPLES EFECTOS INDICATIVOS, SIN QUE SIGNIFIQUEN UNA ASUNCIÓN DE RESPONSABILIDAD DE PARTE DEL FIDUCIARIO, EL ADMINISTRADOR U OTROS TERCEROS, POR EL CUMPLIMIENTO DE LAS MISMAS. EL INVERSOR DEBERÁ REALIZAR SU PROPIO ANÁLISIS Y PROYECCIONES DEL PROYECTO Y LOS FLUJOS DE FONDOS DEL FIDEICOMISO.

Flujo de Fondos Anual en Miles de UI						
	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	
	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5	TOTAL
Ingresos						
Seña venta	4.421	15.278	10.616	10.476	6.597	47.388
Saldo precio	-	213.285	130.826	139.873	100.469	584.454
Ingresos Netos	4.421	228.564	141.442	150.349	107.065	631.842
Costos de Construcción						
Infraestructura	(15.128)	(10.264)	(10.535)	(7.938)	0	(43.865)
Casas	(65.984)	(86.422)	(69.269)	(58.722)	(20.922)	(301.319)
Honorarios Arquitectos	(462)	(605)	(485)	(411)	(146)	(2.109)
Seguridad Social	(8.876)	(11.626)	(9.318)	(7.900)	(2.814)	(40.535)
Total Costos de Construcción	(90.450)	(108.917)	(89.607)	(74.971)	(23.883)	(387.828)
Cuotas de la tierra	(24.405)	(6.837)	(4.791)	(4.730)	(2.347)	(43.111)
Permiso de Obra	-	(647)	(479)	(473)	(313)	(1.913)
Comisión 0,98% de las ventas	(43)	(2.231)	(1.380)	(1.467)	(1.045)	(6.167)
Costos de Inmobiliaria	(35)	(1.829)	(1.132)	(1.203)	(857)	(5.055)
Costo intereses	-	-	-	-	-	-
Costos Fideicomisos*	(6.543)	(6.848)	(6.825)	(6.826)	(6.807)	(33.849)
IRAE	-	-	-	-	-	-
Flujo Neto	(117.056)	101.255	37.227	60.678	71.814	153.919

(*) Incluye los honorarios de CasasURU, costos de asesoramiento mensuales, costos de Fideicomiso (Registro en BEVSA, Agente fiduciario, Calificación de Riesgo, Auditor de Obra)

V. EVALUACIÓN DE LOS PRINCIPALES RIESGOS DE LA OPERACIÓN

La inversión en los Valores se encuentra sujeta a una serie de riesgos particulares a su naturaleza y características. La descripción de los riesgos aquí manifestados no es exhaustiva, sino es que realizada a título ilustrativo. Los potenciales adquirentes de los Valores deben leer cuidadosamente este Prospecto y analizar detenidamente los riesgos asociados a la inversión en los Valores, y requerir en cada caso, por su propia cuenta, cargo y riesgo, el correspondiente asesoramiento por parte de asesores y consultores idóneos en las respectivas materias.

1. Riesgo de Construcción

El cumplimiento del contrato de obra de cada proyecto, depende de la experiencia y profesionalidad del constructor para llevar a cabo las tareas de construcción.

Mitigante: CasasURU ya ha trabajado con varias de las empresas constructoras que llamará a licitación de cada proyecto.

A su vez, el método de construcción deja poco margen de maniobra a las empresas, mitigando aún más el riesgo de construcción.

2. Riesgo de Aumento de Costo de Construcción

El riesgo de aumento de costo de construcción, está mitigado debido a que CasasURU elabora contratos de construcción llave en mano en Unidades Indexadas.

Estos contratos incluyen la mano de obra, materiales, gastos generales del contratista, todos los rubros como subcontratos, etc. De esta manera, la obra se contrata por el sistema de precio global en UI.

Por otra parte, los precios de venta de las casas se rigen por el Tope de Precios de la ANV que está denominado en UI y se ajustan en forma mensual, según la variación del Índice del Costo de la Construcción (ICC), deflactado por la variación del Índice de Precios al Consumo (IPC), ambos elaborados por el Instituto Nacional de Estadísticas.

3. Riesgo de Comercialización

Las inversiones en activos inmobiliarios se encuentran sujetas a riesgos inherentes a la actividad y vaivenes en el mercado inmobiliario, que muchos de los cuáles escapan al Administrador.

Entre las cuáles podemos encontrar:

- El desempeño de la economía en general,
- Disminuciones en la demanda por las viviendas,
- Precio de las propiedades y volatilidad en las rentas del mercado inmobiliario
- La falta de crédito hipotecario
- Los trámites, autorizaciones, aprobaciones y/o habilitaciones de los diferentes proyectos pueden verse demorados

Estos factores podrían provocar una menor generación de ingresos y podría alterar el repago de capital estimado, provocando cambios en la TIR para los inversores.

4. Riesgo de Competencia

Cabe destacar que la gran mayoría de los proyectos promovidos de Vivienda de Interés Social se encuentran ubicados en Montevideo y bajo la forma de apartamentos.

Si bien CasasURU es de las pocas empresas que ha elegido los departamentos de Salto, Paysandú, Maldonado y Canelones para desarrollar los proyectos, no se puede asegurar que aparezcan otros proyectos competitivos.

5. Riesgos regulatorios y Cambios Normativos

Los cambios en las leyes existentes podrían afectar las operaciones y rentabilidad de Fideicomiso.

Sin embargo, dado que el régimen regulatorio es muy reciente y la Ley fue votada por unanimidad en el Parlamento, brinda cierta seguridad de que este camino iniciado en Vivienda de Interés Social continuará en los próximos gobiernos.

A su vez, cabe destacar que si bien se ha superado la expectativa inicial de proyectos en construcción, la mayoría se encuentra limitada a Montevideo. La oferta es muy limitada en el Interior del país, por lo que se espera que se mantengan y se sigan impulsando medidas para favorecer el acceso a la vivienda fuera de Montevideo.

6. Riesgos relacionados con la caída del valor de las propiedades inmobiliaria e iliquidez del mercado.

Los pagos de los Certificados de Participación se realizarán del producido de las comercializaciones de las propiedades inmuebles. Los pagos pueden verse afectados, entre otras por las siguientes condiciones del mercado local:

- Situación general de la economía,
- Diminución del empleo, que provoque una disminución del crédito hipotecario
- Exceso de oferta de productos inmobiliarios,
- Falta de crédito hipotecario

Esto puede provocar una caída del valor de las propiedades, afectando el rendimiento de los certificados de participación.

VI. CONTINGENCIAS LEGALES

Se deja constancia que existe una acción legal iniciada entre otras partes contra los dos Fideicomitentes, Mulery S.A. y Nurwoly S.A., y Casasuru S.A.

Se trata de una acción iniciada por el Arq. Santiago Cagnoli, quien promovió ante el Juzgado Letrado de Primera Instancia en lo Civil de 3er. Turno (ficha 2-50359/2014) un proceso por cobro de honorarios y daños y perjuicios contra las sociedades CASASURU S.A., MULERY S.A., BIRSOUN S.A., LISFELY S.A., NURWOLY S.A., FIDEICOMISO AIRES DE EL PINAR y también contra el Sr. Sebastián Sommer; alegando la falta de pago de honorarios, así como la pérdida de la chances y otros rubros derivados de su actuación en los diversos proyectos de CASASURU.

En el mismo proceso, el Arq. Cagnoli solicita la inoponibilidad de la personería jurídica de todas las sociedades para hacer responsable también al Sr. Sommer y todas las sociedades, solicitando se condene a todas las sociedades demandadas y al Sr. Sommer en forma solidaria.

Solicita se condene a todas las demandas a pagarle honorarios por la suma de US\$ 1.787.846 más US\$ 200.000 por daño moral.

Las sociedades y el Sr. Sebastián Sommer contestaron la demanda el día 2 de febrero de 2015, rechazando en todos sus términos el reclamo, y promovieron reconvencción en su contra por los daños y perjuicios derivados de la mala gestión del Arq. Cagnoli, en su calidad de proyectista y director de obra de los proyectos.

Las demandadas rechazaron el reclamo en el entendido que todos los honorarios fueron pagos previamente de acuerdo a lo acordado por las partes. Rechazaron también la solicitud de inoponibilidad de la personería jurídica ya que no se dan las circunstancias previstas por la ley para tal reclamo.

En la reconvencción se solicita que se condene al Arq. Cagnoli a pagar daños y perjuicios que se estiman en la suma de US\$ 1.100.000.

Luego de contestada la demanda se dio traslado a la empresa constructora, ya que el Arq. Cagnoli promovió una pretensión de citación de tercero en garantía ante la contrademanda de las sociedades y el Sr. Sommer.

Actualmente el expediente se encuentra a la espera de la contestación de la citación en garantía de la empresa constructora.

Se deja constancia que se encuentra a disposición de los inversores en las oficinas del Fiduciario, copia de todas las actuaciones judiciales relacionadas con dicho proceso, para quienes quieran realizar su propia revisión de las actuaciones.

Ni Fiduciario ni el Fideicomiso son parte en dichas actuaciones judiciales.

El Fiduciario no realiza ninguna calificación respecto al resultado de estas actuaciones judiciales. Cada inversor deberá realizar su propio análisis y obtener el asesoramiento que considere pertinente a tales efectos.

VII. INFORMACIÓN DEL FIDUCIARIO

EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A. actúa como Fiduciario de la presente emisión de Valores del Fideicomiso "Fideicomiso Financiero CasasURU de Desarrollo de Viviendas de Interés Social I".

1. INFORMACIÓN GENERAL

Desde el mes de julio de 2004, EF ASSET MANAGEMENT está autorizada por el Banco Central del Uruguay para desarrollar actividades como fiduciario en fideicomisos financieros en el Uruguay.

LA INSCRIPCIÓN DEL FIDUCIARIO EN EL REGISTRO DEL MERCADO DE VALORES DEL BANCO CENTRAL DEL URUGUAY 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.

Domicilio: Juncal 1392
Edificio FERRERE
Montevideo, 11000 Uruguay
Teléfono: 2900 1000
Fax: 2500 1000
E-mail: efam@ferrere.com

2. PERSONAL SUPERIOR

La composición del Directorio se integra de la siguiente forma:

Presidente	Dr. Diego Rodríguez Castagno
Vicepresidente	Dra. Sandra González Vila
Síndico	Cr. Bruno Gili
Síndico Suplente	Dr. Gonzalo Secco

La Dirección Ejecutiva está a cargo de su Presidente, Dr. Diego Rodríguez, y la administración de sus operaciones se realiza a través de la contratación de los servicios de la firma CPA/Ferrere, siendo el socio encargado de la prestación de dichos servicios el Cr. Nelson Mendiburu.

El Oficial de Cumplimiento de EF ASSET MANAGEMENT es el Dr. Diego Rodriguez Castagno.

A continuación se detalla la nómina del personal superior que integra EF ASSET MANAGEMENT y los antecedentes curriculares:

Dr. Diego Rodríguez Castagno (Presidente del Directorio y Oficial de Cumplimiento)

Diego Rodriguez es Socio y lidera el grupo de práctica de Banca y Finanzas de FERRERE Abogados. También asesora clientes en Financiamiento de Proyectos, comercio exterior, y asuntos de derecho Corporativo y Comercial.

Participó en la estructuración de la mayor parte de las securitizaciones realizadas en el mercado local. Debido a ello ha sido contratado tanto por empresas privadas como

organismos del Estado para estructurar las securitizaciones más complejas, desde impuestos sobre la venta de leche hasta exportación de arroz y desde venta de boletos de ómnibus hasta una sentencia de condena contra el Estado o, también, cuotas de suscripción a servicios de salud.

Debido a su experiencia en ese tipo de productos fue contratado por el Banco Central del Uruguay para el proceso de rediseño de toda la normativa aplicable a las instituciones financieras, empresas de seguros, fondos de pensión y al mercado de capitales.

En el pasado Diego Rodríguez fue abogado interno del Banco Interamericano de Desarrollo (BID), trabajando en su sede en Washington DC, donde asesoró en operaciones de financiamiento de proyectos en diversos países de Latinoamérica. También se desempeña como abogado local del BID en proyectos en Uruguay.

En virtud de su experiencia hoy asesora a diversos bancos y organismos multilaterales de crédito en operaciones financieras, incluyendo emisiones de títulos, préstamos sindicados, fideicomisos y temas regulatorios. Ha participado en las mayores y más importantes transacciones bancarias recientes en el mercado uruguayo, incluyendo la compra por parte de Scotiabank del Nuevo Banco Comercial y la venta de la filial local del Crédit Agricole a BBVA.

Diego Rodríguez estudió derecho en la Universidad de la República (Uruguay) y se tituló como Abogado en 1993. Obtuvo un Máster en Derecho (LL.M.) en la Facultad de Derecho de la Universidad de Harvard en 1999.

Dra. Sandra González Vila (Vicepresidente del Directorio)

Sandra González es Socia y lidera el equipo de Litigios y Arbitrajes de FERRERE Abogados. Asesora, tanto a empresas como a personas físicas, en litigios y arbitrajes comerciales, con un fuerte acento en asuntos financieros.

En esta labor asiste a firmas locales e internacionales que operan en diferentes rubros de actividad y se especializa en casos complejos que involucran distintas jurisdicciones.

Su experiencia incluye la intervención en dos arbitrajes internacionales ICC (International Chamber of Commerce), representando exitosamente a instituciones financieras globales y varias personas físicas.

Sandra González es considerada por Chambers Latin America como abogada líder, Banda 1, en resolución de disputas en Uruguay, La Dra. Sandra González goza de acuerdo a esta publicación de una fuerte reputación en el mercado. Chambers afirma que es elogiada por su enfoque sensato.

Sandra González es Catedrática Asociada de Derecho en la Universidad ORT Uruguay. Y es docente en distintos cursos de las maestrías de dicha Universidad.

Es autora de artículos sobre diversos aspectos del arbitraje comercial internacional y co-autora del capítulo uruguayo del libro Arbitraje Comercial Internacional en América Latina. Participa como panelista sobre temas arbitrales y de inversión extranjera en conferencias internacionales especializadas en estos temas.

Integra y participa activamente en la Sección Internacional de la American Bar Association; actuando como representante de Uruguay para el comité de membresía. Es miembro fundador del Capítulo Rioplatense del Club Español de Arbitraje y participa de la Asociación Latinoamericana de Arbitraje.

Estudió derecho en la Facultad de Derecho de la Universidad de la República (Uruguay) y se tituló como abogada en 1996. Obtuvo un Master en Derecho (LL.M.) en Harvard Law School en Estados Unidos en 2000.

Cr. Bruno Gili (Sindico)

Bruno Gili es Contador Público y Socio de CPA/Ferrere, posee un diploma en estudios avanzados por la Universidad de Valencia, España y es autor de artículos técnicos y conferencista en temas de su especialidad.

Tiene amplia experiencia como profesional especializado en gestión y en finanzas, con especial énfasis en planificación estratégica, implementación y control de gestión por resultados.

Ha sido consultor, en Uruguay y el exterior, tanto para organizaciones del sector corporativo, financiero y público, habiendo sido consultor para organismos internacionales y nacionales como el BID, Banco Mundial, PNUD; FIDA, CND y el MEF. Ha integrado la Comisión Permanente de Normas Contables Adecuadas en representación del MEF y de las Universidades Privadas.

Es Catedrático de Contabilidad Gerencial de la Facultad de Administración y Ciencias Sociales de la Universidad ORT del Uruguay. Es profesor de Control Estratégico en el MBA y profesor de finanzas del Programa de Desarrollo Gerencial de la Universidad ORT, y Ex Catedrático Asociado de Finanzas de la Facultad de Administración y Ciencias Sociales de la Universidad ORT Uruguay. Ex Profesor adjunto Grado 3 de Contabilidad y Cambio de Precios de la Facultad de Ciencias Económicas y Administración de la UDELAR.

Dr. Gonzalo Secco (Sindico Suplente)

Gonzalo Secco es Socio y conduce la práctica de FERRERE Abogados en materia de derecho societario, liderando los equipos de Energía e Infraestructura.

Posee amplia experiencia con clientes corporativos, en negocios de gran escala con el sector público y empresas estatales, joint ventures, contratos comerciales y en transacciones de fusiones y adquisiciones.

La actividad desarrollada por Gonzalo Secco incluye la intervención en transacciones, contratos y acuerdos de negocios que involucran a importantes corporaciones internacionales y grandes empresas locales, así como al Estado uruguayo. Entre otros, en el campo de la energía participó de las transacciones entre Bridas Corp. y China National Offshore Oil Company (CNOOC), que implicaron la participación en el Gasoducto Cruz del Sur y la distribuidora de gas natural Montevideo Gas. También en los acuerdos entre Petrobras y la petrolera estatal ANCAP por la distribución de gas natural, así como la renegociación de la concesión con el gobierno uruguayo. Asimismo asesora a los principales negocios de energías renovables del país. Entre ellos, ha participado en la construcción de una central de generación de energía de fuente de biomasa de Weyerhaeuser, con su consiguiente contrato de compraventa de energía eléctrica con la compañía eléctrica estatal UTE por un plazo de 20 años; en el proyecto de ampliación industrial y parque eólico de la industria química uruguayana

Efice y, también, en el desarrollo de granjas eólicas por parte de ABO Wind Energías Renovables, de Alemania.

Gonzalo Secco también asiste a negocios corporativos y de inversión extranjera en diversos sectores de producción y servicios. Así, por ejemplo, asesoró en las inversiones de la firma canadiense McCain en la adquisición de activos de empresas del sector de alimentos en Uruguay (La Sibarita); o en las adquisiciones y ventas de plantas frigoríficas realizadas por parte de la estadounidense Global Protein Group.

Secco estudió derecho en la Universidad de la República (Uruguay) y se tituló como Abogado en el año 1996. Participó en cursos de posgrado, incluyendo la 40ª edición de "The Academy of American and International Law" del Southwestern Institute for International and Comparative Law, en Dallas, Texas (2003).

También ha tomado varios cursos del Programa Máster en Derecho de la Empresa de la Universidad de Montevideo. Fue docente de los cursos de Derecho de la Empresa en la Facultad de Administración y Ciencias Sociales de la Universidad ORT (Montevideo) hasta el año 2000.

Es miembro del Colegio de Abogados del Uruguay y de la International Bar Association (IBA).

4. ORGANIGRAMA DEL FIDUCIARIO



5. CÓDIGO DE ÉTICA

Se adjunta al presente Prospecto como **Anexo 7** el Código de Ética de EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A.

6. PRÁCTICAS DE GOBIERNO CORPORATIVO

EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A. (en adelante, "EFAM") ha implementado dentro de su organización las siguientes prácticas de Gobierno Corporativo, que aseguran el cumplimiento de los siguientes requisitos exigidos por el artículo 167.1 de la Recopilación de Normas del Mercado de Valores del Banco Central del Uruguay:

Prácticas de Gobierno Corporativo: El Gobierno Corporativo de EFAM se encuentra alineado con las definiciones, principios y objetivos establecidos en la normativa y mejores prácticas de referencia. Para EFAM, el concepto de Gobierno Corporativo se corresponde con el conjunto de estructuras de dirección, gestión y control y sus respectivas normas, principios y prácticas sobre su integración y funcionamiento, así como las normas, principios y prácticas a partir de las cuales se establecen objetivos institucionales, determinar los medios para alcanzarlos y supervisar su cumplimiento, asegurando en todos los casos una actuación alineada a los intereses de EFAM.

En el marco de estas definiciones y en línea con el artículo 167.1 de la Recopilación de Normas del Mercado de Valores, el Gobierno Corporativo de EFAM tiene como principales objetivos asegurar adecuados procedimientos de supervisión y control de la gestión de su dirección y el trato justo e igualitario de los inversores así como de los socios y accionistas.

Como principio base, el Gobierno Corporativo procurará que todos los funcionarios propios y contratados, se adhieran al cumplimiento de las normas, principios y prácticas definidos. Para ello también se apoyará en la implementación y el adecuado acceso al Código de Ética de EFAM.

A continuación se detallan los principios y aspectos esenciales que hacen a la estructura y funcionamiento del Gobierno Corporativo:

- **Competencia ética y profesional de los directivos y alta gerencia:** implica un adecuado conocimiento y experiencia del mercado por parte de los integrantes del Directorio y Alta Gerencia, así como una moral y reputación acordes.
- **Estrategia eficiente en el cumplimiento de objetivos:** mecanismos de planificación y control que permitan alinear con los objetivos de la entidad, a los integrantes de EFAM y a los servicios contratados.
- **Estructura equilibrada:** la misma debe estar adecuadamente formalizada y en equilibrio con los intereses, roles y responsabilidades de los diferentes integrantes.
- **Sistema de control interno confiable:** asegurando un ambiente de control acorde teniendo en cuenta la naturaleza, tamaño y complejidad de las operaciones de la institución y su perfil de riesgos. Procedimientos clave adecuadamente formalizados.

- **Adecuado sistema de gestión de riesgos:** que contemple todos los riesgos definidos por la normativa banco centralista que afecten a EFAM y la operativa de los fideicomisos que administra de acuerdo a las obligaciones asumidas por EFAM como fiduciario.
- **Sistemas contables íntegros y confiables:** contando con una adecuada segregación de funciones.
- **Divulgación oportuna y precisa de información:** esto incluye información financiera, de gestión, de la titularidad y del gobierno de la entidad, así como la relativa a los fideicomisos administrados de acuerdo a la normativa vigente.
- **Políticas claras y transparentes en materia de retribución.**
- **Control y gestión de potenciales conflictos de interés.**
- **Protección de los intereses de los inversores y otros interesados.**

7. ACCIONISTAS

Los accionistas son:

Dr. Diego Rodríguez Castagno	50%
Dra. Sandra González Vila	50%

8. AUDITORES EXTERNOS

Los auditores externos del Fiduciario son Deloitte S.C.

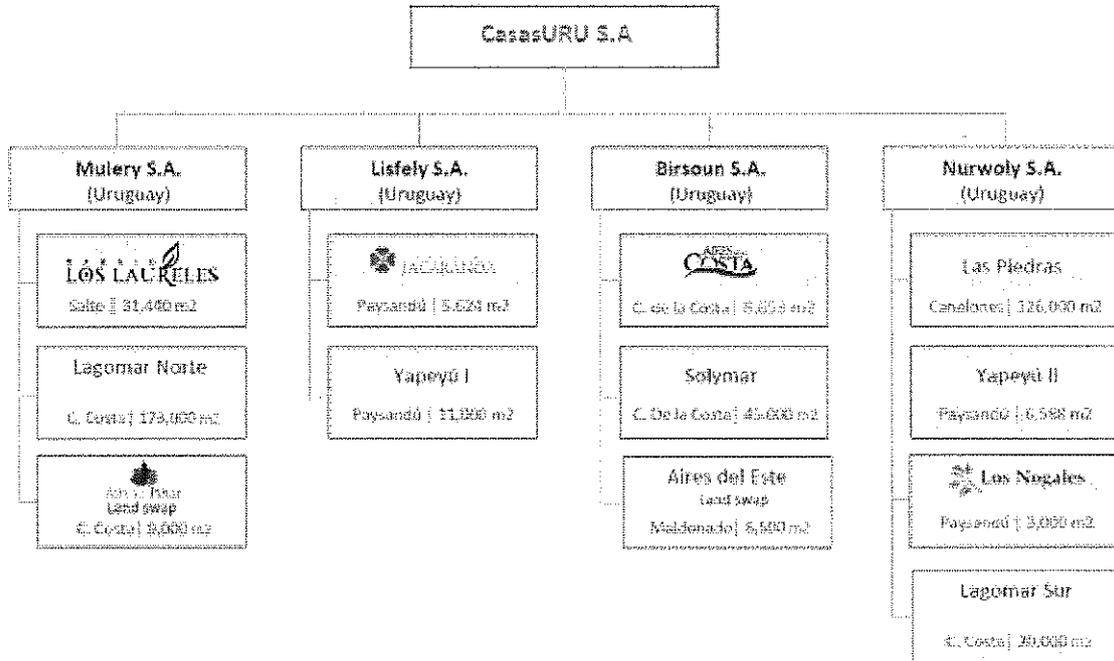
9. ESTADOS CONTABLES

Se incluyen como **Anexo 8** los últimos estados contables auditados del Fiduciario, así como el correspondiente al cierre del último trimestre disponible.

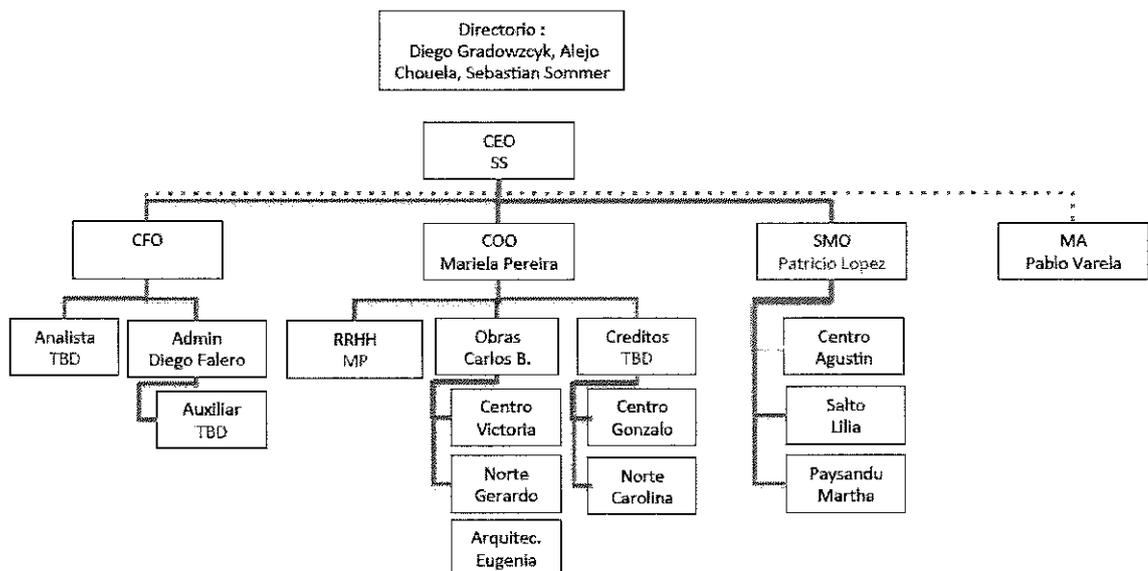
VIII. INFORMACIÓN DEL ADMINISTRADOR

Descripción general de CASASURU

I. Estructura Corporativa



II. Organigrama



III. Composición del Directorio

- **Sebastián Sommer: CEO & Director.**

Principales aspectos del currículum vitae:

- Sebastián tuvo varias posiciones en Citibank (1996-2003).
- Lideró proyectos en Real Estate en Uruguay y otros países del cono sur desde 2003, con transacciones por más de USD 100 millones.
- Licenciado en Economía de la Universidad de Buenos Aires, Argentina.
- MS en UCEMA & Univesitat Pompeu Fabra (España)

- **Alejo Chouela: Fundador & Director.**

Principales aspectos del currículum vitae:

- Principal en Biscayne Point Capital LLC
- Director de una empresa de Real Estate en Florida, EE.UU.
- Alejo tuvo varias posiciones en Endeavor Inc
- Licenciado en Relaciones Internacionales de la Universidad Torucato di Tella, Buenos Aires.
- MBA en University of California at Berkeley, EE.UU.

- **Diego Gradowczyk: Fundador & Director.**

Principales aspectos del currículum vitae:

- Gerente y Director del Departamento de Emerging Market Trading, Barclays Capital (2001 -2010)
- Co – Presiente en Emerging Markets Traders Association (2005-2010)
- Socio y Portfolio Manager en Compass Group (1997-2001)
- Diego tuvo varias posiciones en Citibank Argentina, Londres y Nueva York (1989-1997)
- Licenciado en Economía e Historia del Arte en Brandeis Univesity, EE.UU.

- **Mariela Pereira: Gerente General & Director**

Principales aspectos del currículum vitae:

- Gerente de Operaciones y Tecnología de Banque Heritage Uruguay (2007-2011)
- Gerente en diferentes áreas en Gillette Co tanto en Argentina como en Uruguay (1994-2006)
- Information Technology Manager, report to Andean Region I.T. (1994-1998)
- Directora de Auditoria Informática de ACPA (Auditores y Contadores Públicos Asociados) (1991-1995)
- Directora Académica del Taller de Informática (1985-1987)
- Ingeniera en Sistemas, Facultad de Ingeniería Universidad de la República. Diploma in Computing and Information Systems University of Oxford, 1994.
- Master de Computación y Sistemas de información, Universidad ORT Uruguay 1995

- Programa de Alta Dirección (PAD), IEEM Escuela de Negocios, Universidad de Montevideo, 2010

IV. La Empresa: CasasURU

Luego que Uruguay declaró de interés nacional, se promulgó y entró en vigencia en Octubre de 2011 la Ley de Promoción de Viviendas de Interés Social (Ley 18.795), se creó CasasURU como la primer compañía dedicada exclusivamente al desarrollo de viviendas en el marco del régimen de Vivienda de Interés Social (en adelante "VIS") en Uruguay.

Comprendiendo claramente el marco regulatorio que impuso la ley VIS, CasasURU delineó su plan de negocios basado en:

- Cobertura Nacional
- Tecnología constructiva
- Capacidad comercial extendida
- Estrategia financiera acorde al segmento de la población objetivo

CasasURU es una compañía desarrolladora de casas en Uruguay está conformada por la unión de expertos con reconocida trayectoria en las áreas de construcción, ingeniería, arquitectura y finanzas, que decidieron juntarse para desarrollar una compañía que ofrezca soluciones a las necesidades de un segmento de población poco atendido, sobre todo en el interior del país.

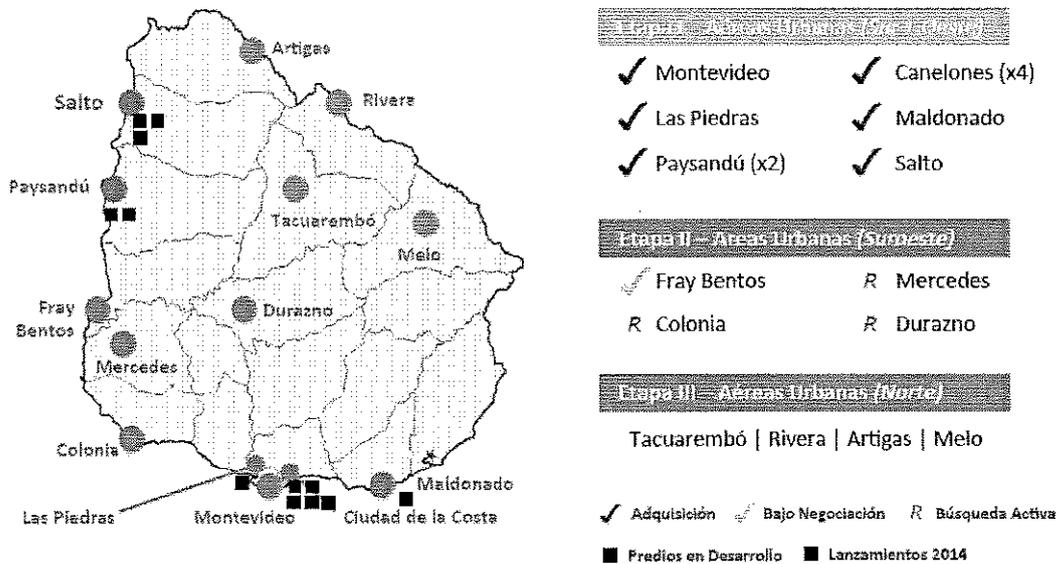
Mediante la experiencia de los profesionales de CasasURU y la responsabilidad de los proveedores, CasasURU está desarrollando en forma eficiente casas confiables, modernas y accesibles, en entornos agradables y seguros.

De esta forma es que CasasURU se encuentra actualmente ejecutando el mayor plan de desarrollo de vivienda de interés a nivel nacional. Desarrolla casas en todo el país con una cobertura nacional única en el mercado, tal como se observa en la Figura 1.

CasasURU se ha logrado posicionar en poco tiempo como el líder del segmento de VIS en Uruguay, hecho que se comprueba a través de:

- La primera empresa del país en entregar una vivienda bajo la nueva Ley y el primer crédito del BHU dentro de la ley fue otorgado a un cliente de CasasURU.
- Hasta el momento ha sido quien mayor cantidad de viviendas ha ejecutado y escriturado bajo la ley de VIS.
- Está entre los mayores inversores que han ofrecido viviendas al programa de Subsidio a la Cuota del MVOTMA
- Tiene una fluida relación con las partes actuantes en el mercado y con los reguladores del mismo.

Figura 1 –CasasURU: cobertura nacional



CasasURU cuenta en el momento con 5 proyectos en desarrollo y 2 en etapa de pre lanzamiento, que implican más de 400 unidades y operación en 5 departamentos diferentes: Salto, Paysandú, Canelones, Maldonado y Montevideo.

La empresa cuenta con planes de expansión hacia las ciudades cercanas al Litoral en una primera instancia y hacia el norte en una segunda instancia, lo que reafirma el liderazgo a nivel nacional de la firma en el segmento de vivienda media y media/baja.

V. CasasURU se basa en dos pilares:

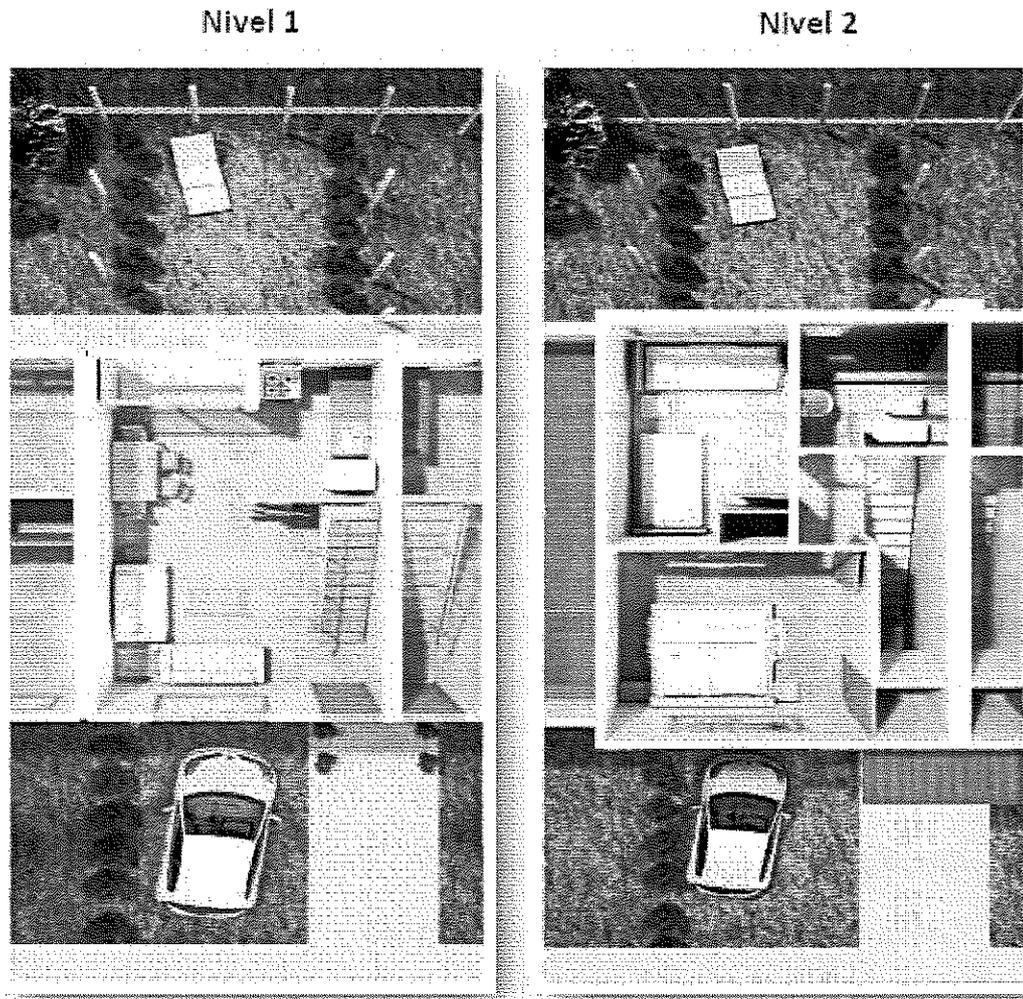
1. Construcción: *Diseño, tecnología y calidad*

La empresa hace grandes esfuerzos en las etapas previas al inicio de cada obra para lograr Diseños funcionales con estética moderna que den a los barrios y a las viviendas carácter único en cuanto a su arquitectura, dotándolos de diferenciales respecto a la media del segmento de Vivienda de Interés Social. (Ver Figura 2)

Una vez iniciada la obra de construcción de las viviendas, se utilizan sistemas constructivos tradicionales y homologados por el MVOTMA que faciliten la construcción en serie y que reduzcan los ciclos de obra, lo que impacta en el costo en forma directa.

CasasURU tiene un equipo de ingenieros y arquitectos que diseñan y controlan rigurosamente toda la obra en todas sus etapas.

Figura 2. Tipología 2 Dormitorios dúplex, niveles 1 y 2, 54,4m² construidos y 37,4 m² exteriores aproximadamente.



Características de la construcción

- **Ambientes muy luminosos:** Ventanas con aberturas de aluminio y persianas en los dormitorios. Amplio ventanal de acceso al patio.
- **Pisos:**
 - **Interiores:** cerámicos en áreas sociales, cocinas y baños.
 - Piso flotante en dormitorios
 - Pavimentos exteriores, en las salidas al fondo hormigón alisado y losetones de hormigón al frente.
- **Otros:** Mesada de granito en cocina, previsiones para aire acondicionado en los dormitorios, escalera interior de hierro y madera, nicho para lavarropas, cielorrasos de yeso, instalación eléctrica de acuerdo a la normativa.

Características Tipo de las Unidades

- **Tipología: 1 dormitorio**
 - Living-comedor con cocina integrada.
 - 1 dormitorio
 - 1 baño

- **Tipología: 2 dormitorios de 50m2 todo en una sola planta**
 - Living-comedor con cocina integrada.
 - 2 dormitorios
 - 1 baño

- **Tipología: 3 dormitorios de 70m2 todo en una sola planta**
 - Living-comedor con cocina semi- integrada.
 - 3 dormitorios
 - 1 baño

Sistema de Construcción

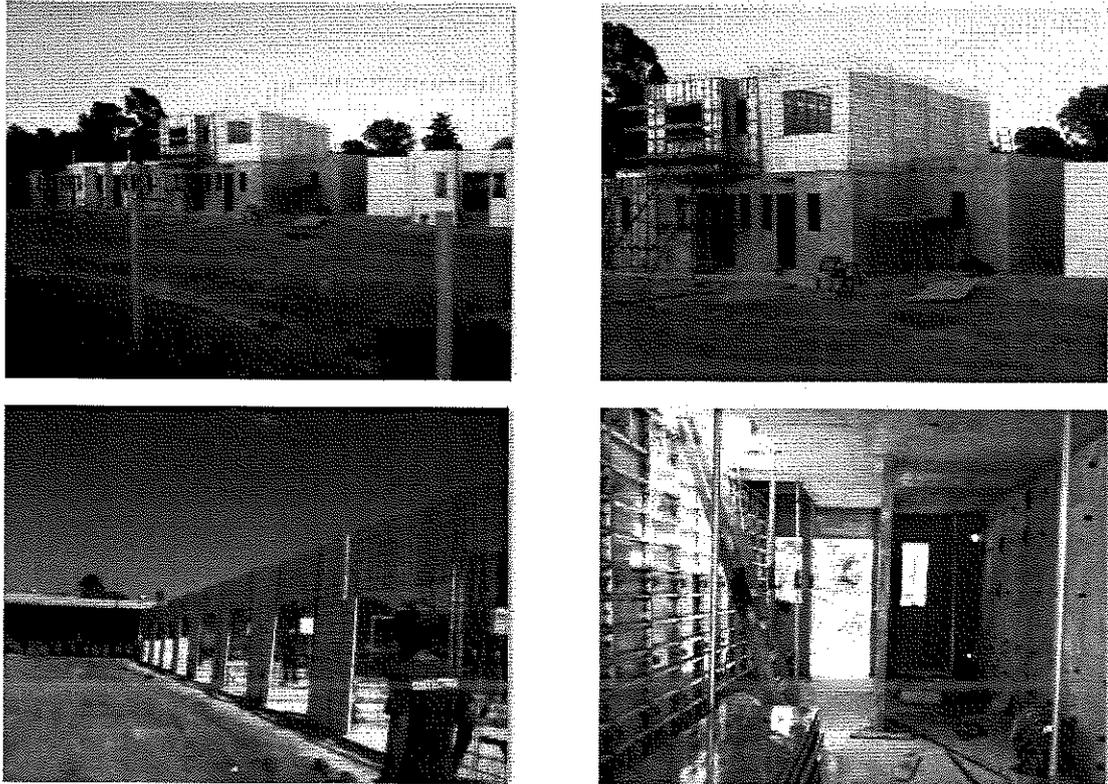
CasasURU actualmente utiliza un sistema de construcción basado en paneles encofrados fabricado 100% en aluminio que garantiza un buen desempeño en la construcción de viviendas.

Utilizando este sistema se logran procesos de construcción ordenados, rápidos y progresivos, mantiene inventarios más equilibrados, reduce la mano de obra, contribuye a una construcción limpia y ecológica y aumenta la productividad.

Etapas resumidas del Sistema de Construcción:

1. Se realizan los cimientos de la obra con hormigón
2. Se trazan los puntos materializados de acuerdo a la topografía de la vivienda
3. Se instalan las mallas y redes de acuerdo a los puntos trazados
4. Se colocan los paneles encofrados de aluminio internos y externos sobre las mallas, se comienza desde las esquinas y se van uniando los paneles respetando la tipología
5. Se vacía concreto u hormigón entre los paneles y se van armando los muros
6. Una vez armados los muros, se retiran los paneles, se desencofran, se limpian y se trasladan al siguiente módulo, para repetir estas etapas
7. Se realizan las obras de interior y terminaciones en cada vivienda

Figura 3. Método de Construcción



2. Gestión Financiera y Administración de Ventas

El negocio de Vivienda de Interés Social exige un alto standard de eficiencia en el manejo del capital de trabajo ya que la cobranza de las unidades vendidas se realiza casi íntegramente al momento de entregar la vivienda al usuario (momento en el que el usuario recibe los fondos a través del crédito hipotecario).

Por tal motivo, la empresa tiene en cuenta esta característica del negocio al momento de diseñar sus productos. Es ese sentido es que se realizan campañas de preventa y se desarrollan barrios en etapas de modo de lograr una eficiente rotación del capital de trabajo.

La empresa cuenta con acuerdos con el BHU que a su vez suscribió convenios con los principales bancos privados con el fin de financiar a las empresas constructoras y/o desarrolladoras inmobiliarias y a clientes para la adquisición de inmuebles. En el mismo, el BHU declara la intención de otorgar préstamos hipotecarios a los adquirientes del proyecto siempre que califiquen como sujetos de crédito, de acuerdo a lo establecido en el Manual de Créditos.

A la vez, CasasURU es un activo participante de los programas impulsados por el MVOTMA para fomentar el acceso a la vivienda. Por ejemplo, CasasURU ha sido uno de los principales inversores en el programa de Subsidio a la Cuota del Crédito Hipotecario.

Cabe destacar que CasasURU planifica seguir participando de este programa activamente y considera que los desarrollos de vivienda sujetos de esta emisión son muy importantes para ampliar sustancialmente la oferta de la iniciativa del MVOTMA.

El proceso de ventas es manejado íntegramente por la empresa. CasasURU cuenta con equipos de venta en cada uno de los barrios que desarrolla. A su vez, trabaja con los agentes inmobiliarios locales, con empresas y demás actores del sector. Tiene acuerdos con varias empresas para facilitar beneficios a sus empleados, lo que también dinamiza las ventas.

Desde el inicio a la fecha, CasasURU ha comercializado más de 200 unidades, y escriturado casi 100 de ellas a sus nuevos propietarios.

VI. CasasURU: Proceso de originación, venta y financiación

- 1. Financiamiento Bancario:** El Equipo de Ventas se compone de vendedores y analistas con amplia experiencia en créditos hipotecarios, quienes realizan la evaluación de las diferentes alternativas para la obtención del crédito. Gestionan y realizan el seguimiento en todo el proceso de otorgamiento del crédito en acuerdo con los bancos, logrando así una mayor eficiencia de los recursos y minimizando el tiempo de los clientes y de las instituciones.
- 2. Financiamiento CasasURU:** Línea propia de financiamiento para aquellos clientes con acceso a financiamiento pero sin ahorro previo o aquellos que con capacidad de pago inicial (+50%) no acceden al financiamiento bancario. **Cabe destacar que si existe esta forma de financiamiento, el mismo no integraría el Fideicomiso.**
- 3. Alquiler con Opción a compra:** Propuesta única en el mercado: los pagos de alquiler incorporan un componente de pago de capital a cuenta por la casa. Cuando el cliente consigue acceder a un crédito bancario, cancela el remanente del valor de la propiedad.
- 4. Compra con Subsidio:** comercialización de casas (categoría económica) a través del Programa de Subsidio a la Cuota Hipotecaria. Los compradores adjudicados reciben crédito hipotecario del BHU por 90% del valor de la vivienda.

VII. CasasURU: Contingencias legales

Se deja constancia que existe una acción legal iniciada entre otras partes contra los dos Fideicomitentes, Mulery S.A. y Nurwoly S.A., y Casasuru S.A.

Se trata de una acción iniciada por el Arq. Santiago Cagnoli, quien promovió ante el Juzgado Letrado de Primera Instancia en lo Civil de 3er. Turno (ficha 2-50359/2014) un proceso por cobro de honorarios y daños y perjuicios contra las sociedades CASASURU S.A., MULERY S.A., BIRSOUN S.A., LISFELY S.A., NURWOLY S.A., FIDEICOMISO AIRES DE EL PINAR y también contra el Sr. Sebastián Sommer; alegando la falta de pago de honorarios, así como la pérdida de la chances y otros rubros derivados de su actuación en los diversos proyectos de CASASURU.

En el mismo proceso, el Arq. Cagnoli solicita la inoponibilidad de la personería jurídica de todas las sociedades para hacer responsable también al Sr. Sommer y todas las sociedades, solicitando se condene a todas las sociedades demandadas y al Sr. Sommer en forma solidaria.

Se incluye información adicional sobre dicha demanda en el Capítulo VI – Contingencias Legales – de este Prospecto.

VIII. Las Oportunidades de demanda que detecta CasasURU

Dificultad de acceso a la vivienda en Uruguay: Demanda insatisfecha y déficit habitacional: en el Plan Nacional de Vivienda (2010 – 2014) el gobierno uruguayo reconoció un déficit habitacional de 85.331 viviendas. (Ver Figura 4)

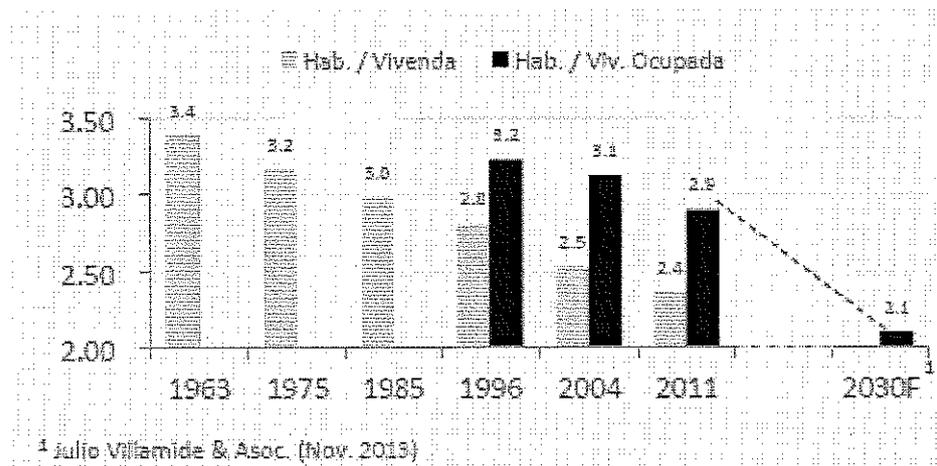
Figura 4. Déficit habitacional de viviendas

Calidad de la Vivienda.	Allegamiento	Precariedad de Tenencia	Estado de la Vivienda	Creación de nuevos hogares	TOTAL
Casas de pobre calidad	Más de un hogar compartiendo la misma vivienda	Viviendas ocupadas o sin título de propiedad	Casas en condiciones inadecuadas	2010-2015	
20.451	32.420	7.483	4.977	20.000	

Fuente: Plan Quinquenal 2010 - 2014 del Ministerio de Vivienda, Ordenamiento Territorial y Medio Ambiente

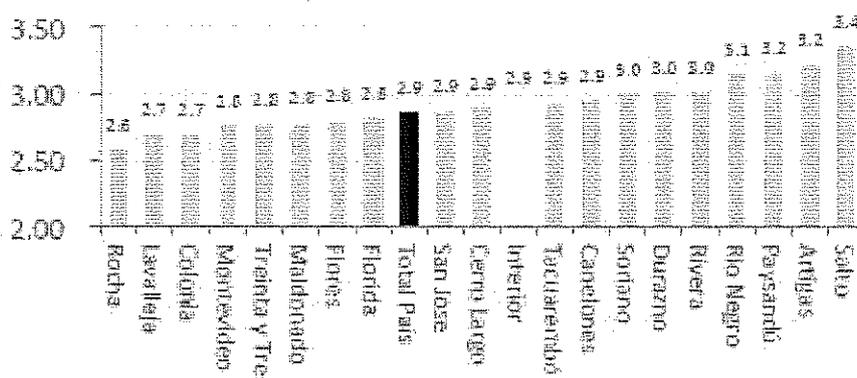
A su vez, el analista Julio Villamide estima una necesidad de 450 mil viviendas para los próximos 20 años basándose en un estudio de convergencia de la densidad de población en uruguay comparada con la densidad de habitantes por vivienda en otros países del mundo. Según información publicada por Julio Villamide & Asociados en Noviembre 2013, Uruguay tiene un promedio de 2.9 habitantes por vivienda, cuando en países desarrollados ese número alcanza los 2.1 habitantes por hogar. Se proyecta que en el país el ratio alcanzara 2.1 en los próximos 16 años.

Figura 5. Habitantes por Vivienda particular



El ratio de habitantes por vivienda varía en función del departamento. Rocha es el departamento con el ratio más bajo, 2,6 mientras que en Salto el mismo es de 3,4, mostrando el mayor índice.

Figura 6. Habitantes por vivienda particular por departamento



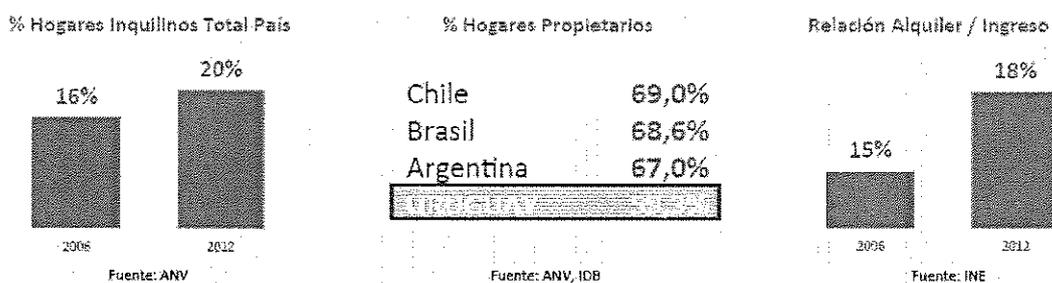
Fuente: INE, Censo 2011. Habitantes por vivienda particular (ocupada)

Por otro lado, los últimos años han mostrado un fuerte incremento de la proporción de hogares inquilinos. Cada vez hay más alquileres y a su vez los costos de los alquileres representan mayores porcentajes del ingreso de los hogares.

Los hogares inquilinos son mayoritariamente los Hogares de Ingresos Medios y Medios bajos, compuestos por Familias jóvenes, con potencial de crecimiento de ingresos. A su vez tienen un fuerte componente de ingresos no declarados.

Respecto a la oferta, los últimos años han mostrado un fuerte crecimiento del sector de la construcción. Pero este crecimiento ha estado fuertemente concentrado en los sectores de vivienda residencial dirigida al segmento de altos ingresos.

Figura 7. Datos del mercado de Alquileres



La combinación de creciente déficit habitacional, el incremento de la población inquilina, el aumento de los costos de alquiler y el prácticamente nulo interés de los inversores por desarrollar viviendas para segmentos medios/bajos y bajos es lo que ha generado el marco para el lanzamiento de la Ley de Promoción de Vivienda de Interés Social. Dicha Ley establece un marco regulatorio novedoso que ha emulado distintas iniciativas exitosas que se dieron en otros países de Latinoamérica (Colombia, Brasil, Chile y Perú).

La Ley de Promoción de Viviendas de Interés Social (Ley N° 18.795), se reglamentó sobre finales de 2011 y busca fomentar tanto la demanda como la oferta. Esta ley se enmarca en un programa amplio cuyo objetivo es facilitar el acceso a viviendas a sectores de ingresos medios y medios bajos, a través de la compra o el alquiler. Este programa incluye además una serie de beneficios para los inversores privados (exoneraciones tributarias) y la creación de un nuevo Fondo de Garantía para Desarrollos Inmobiliarios (FOGADI).

Promueve la inversión privada en construcción, refacción o ampliación de viviendas las que podrán tener como destino tanto la venta como el alquiler. Esta Ley fue votada por unanimidad en el Parlamento, lo que brinda cierta seguridad de que este camino iniciado en VIS continuará en los próximos gobiernos.

El principal beneficio para fomentar la oferta es la exoneración de impuestos a los desarrolladores. Como condición para obtener los beneficios impositivos, la Ley 18.795 de VIS establece precios máximos de venta, determinados en UI/m² a los precios de la primera venta de las viviendas.

Establece dos niveles diferentes que aplican uno para Montevideo (zona costera), Ciudad de la Costa (Canelones), Ciudad de Maldonado y Ciudad de Colonia y otro para el resto del Interior. La ANV publica mensualmente los precios máximos para estos dos niveles para 1, 2, 3 y 4 dormitorios, los cuáles se ajustan mensualmente como se detalla a continuación. El tope de precios es en UI y se ajustan en forma mensual, según la variación del Índice del Costo de la Construcción (ICC), deflactado por la variación del Índice de Precios al Consumo (IPC), ambos elaborados por el Instituto Nacional de Estadísticas.

Se aplica la variación interanual mensualizada. Esto implica que para ajustar los precios se tomará en cuenta la variación interanual del ICC y el IPC, para luego hallar la variación mensual promedio que ha tenido. **Ese coeficiente de variación se aplicará al precio tope del mes previo.**

$$\Delta \text{Tope } (t+3) = \frac{(1 + \Delta \text{ICC } t)^{1/12}}{(1 + \Delta \text{IPC } t)}$$

- $\Delta \text{Tope } (t+3)$ = variación mensual del tope en el mes t+3.
- $\Delta \text{ICC } t$ = variación interanual del ICC en el mes t
- $\Delta \text{IPC } t$ = variación interanual del IPC en el mes t

A continuación se describen los distintos incentivos a la Oferta:

El régimen otorga exoneraciones impositivas a los desarrolladores e inversores de proyectos promovidos de construcción de VIS:

- Exoneración del Impuesto a la Renta (IRAE/IRPF) en la primera venta
- Devolución del IVA en la construcción y exoneración del mismo en la primera venta y en la importación de materiales
- Exoneración del Impuesto al Patrimonio (IP) por las obras en construcción

- Exoneración del Impuesto a las Transmisiones Patrimoniales (ITO) en la primera venta

El régimen también extiende las exoneraciones durante 10 años para inversores que adquieran VIS de proyectos promovidos, y que las dediquen a arrendamientos:

- Exoneración del Impuesto a la Renta (IRAE/IRPF) del 100% de la renta cuando el arrendamiento se efectúe a través del Fondo de Garantía de Alquileres del MVOTMA o del 40% de la renta generada por otros arrendamientos.
- Exoneración del Impuesto al Patrimonio (IP), siempre que se encuentren arrendadas al menos seis meses en cada ejercicio.

Por el lado de la demanda, la Ley de Promoción de Vivienda de Interés Social, contempla varios incentivos. Los principales se describen a continuación:

1. **Fondo de Garantía de Créditos Hipotecarios** comenzó su operativa en abril de 2013. Creado por la Ley 18.795, el Fondo de Garantía de Créditos Hipotecarios (FGCH) tiene como objetivo facilitar el acceso a la vivienda de aquellas familias que tienen capacidad de pago pero poca capacidad de ahorro. Hasta el momento se han ingresado 141 garantías de las cuales cuatro corresponden a Vivienda de Interés Social (VIS en proyectos promovidos). Permite a los bancos aumentar la relación del Préstamo-Valor (Loan to Value) de las hipotecas otorgadas del 70% al 85%-90%, por medio de la garantía otorgada por el Fondo.
Tope de precios de USD 93.000 a USD 176.000 en Montevideo y de USD 83.000 a USD 158.000 en el interior (1dormitorio a 4 dormitorios)
2. **Fondo de Garantía e Alquileres** facilita el acceso al arrendamiento de viviendas a familias con capacidad de pago pero que no cuentan con garantías reales o personales.
El MVOTMA garantiza al arrendador el cobro mensual del alquiler. Aplica a alquileres de hasta USD 670.
3. **Programa “Más Oportunidades” de Subsidio a la Cuota Hipotecaria** tiene como objetivo facilitar el acceso a la vivienda de los sectores bajos, medio bajos y medios reduciendo las necesidades del pago inicial al 10% y subsidiando entre el 35% y 50% de la cuota del crédito hipotecario, ajustada a la capacidad de pago de la familia.

Los subsidios se adjudican mediante llamados públicos realizados por el MVOTMA quien determina los beneficiarios. Los mismos deben cumplir con los requisitos crediticios del BHU y contar con el 10% del pago inicial.

Las viviendas que califican para el programa son las de categoría económica.

Estos instrumentos son de gran practicidad y están dinamizando la demanda. Junto a ellos es clave el rol activo y el liderazgo del Banco Hipotecario del Uruguay, que ofrece al mercado líneas de financiación de largo plazo, en UI y con garantía hipotecaria.

Desde la sanción de la Ley de Promoción de la Vivienda de Interés Social se han lanzado al mercado un gran número de unidades de vivienda, mayormente concentradas en edificios en altura en Montevideo.

El segundo departamento que ha despertado mayor interés es Maldonado. Tiene un número importante de viviendas promovidas, pero muy pocas en ejecución. Este mismo fenómeno se da también en Montevideo, donde el número de viviendas promovidas duplica al número de viviendas en obra. El ratio de viviendas en ejecución sobre viviendas en obra refleja un gran número de inversores o propietarios de terreno que tienen proyecto aprobado y promovido pero que no inician la ejecución.

Figura 8. Datos sobre Proyectos Ingresados y Promovidos. Viviendas ingresadas

Datos sobre proyectos y viviendas:

Información sobre Proyectos VIS		Información sobre Viviendas VIS	
Promovidos:	344	Total ingresadas: 12590 Nota: En el total de viviendas ingresadas no se contabilizan las que pertenecen a proyectos observados (Datos al 11/05/2015)	
En estudio:	42		
Observados:	34		
Total Ingresados:	420		

Fuente: ANV

Figura 9. Competencia de CasasURU.

Proyectos Grandes	Departamento					
	Desarrollador					
	Ed. Vitis Ed. El Roble					

El cuadro refleja claramente que no hay una empresa desarrolladora con presencia nacional, lo que pone a CasasURU en una posición única en el mercado, liderando el desarrollo en el interior y posicionada como la única empresa desarrolladora únicamente focalizada en Vivienda de Interés Social.

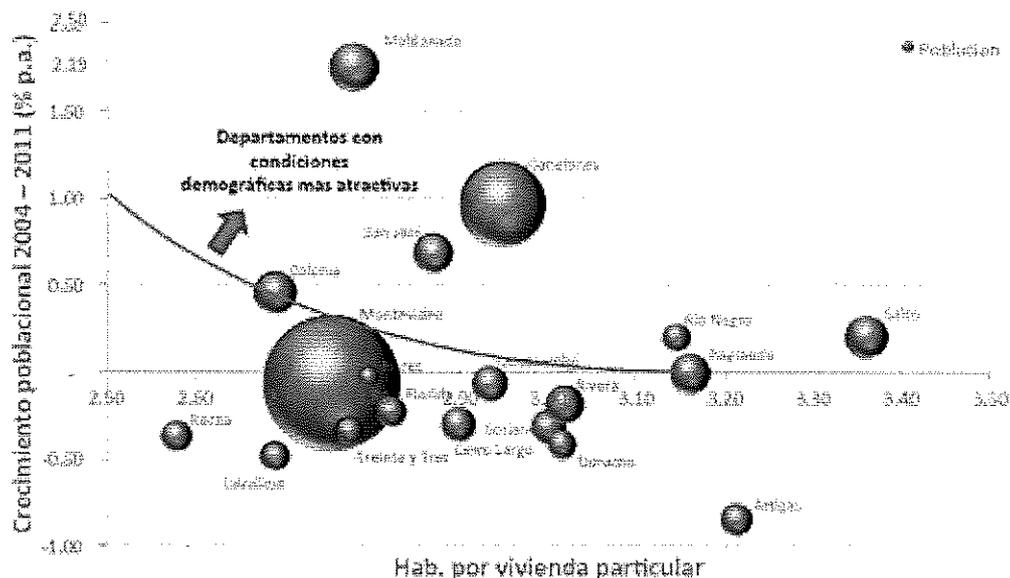
CasasURU ha combinado la información disponible sobre el mercado (aquí sintetizada) para diseñar sus planes de desarrollo y expansión. Como resultado, ha puesto énfasis en departamentos del interior del país para sus desarrollos, dado que es en dónde se interpreta que hay mayor proporción de población insatisfecha con la oferta de vivienda.

Tal como se observa en la Figura 10, en el eje de las X de la gráfica, en donde se representa el ratio de cantidad de habitantes por vivienda, cuánto más alejado del eje de las Y, implica que mayor es este número y que debería haber una mayor demanda potencial.

El eje de las Y de la gráfica, **indica el crecimiento poblacional**, cuánto más alejado del eje de las X, mayor crecimiento poblacional tiene el departamento, lo que debería transformarse en una mayor demanda por viviendas.

Por su parte, cada departamento, está representado por una **esfera**, **indicando la cantidad de población de cada departamento**, así la esfera más grande es Montevideo, seguida por Canelones, etc.

Figura 10. Habitante por vivienda particular vs Tasa de Crecimiento poblacional



Fuente: CasasURU, con datos de INE, Censo 2011

Basado en este análisis, es que CasasURU ha decidido poner el principal foco en proyectos alejados del cruce de los ejes XY. Ha comenzado a desarrollar barrios de viviendas en Salto, Canelones y Paysandú (que se presentan en el siguiente punto) y tiene varios proyectos para desarrollar, que están en una etapa avanzada tanto con la

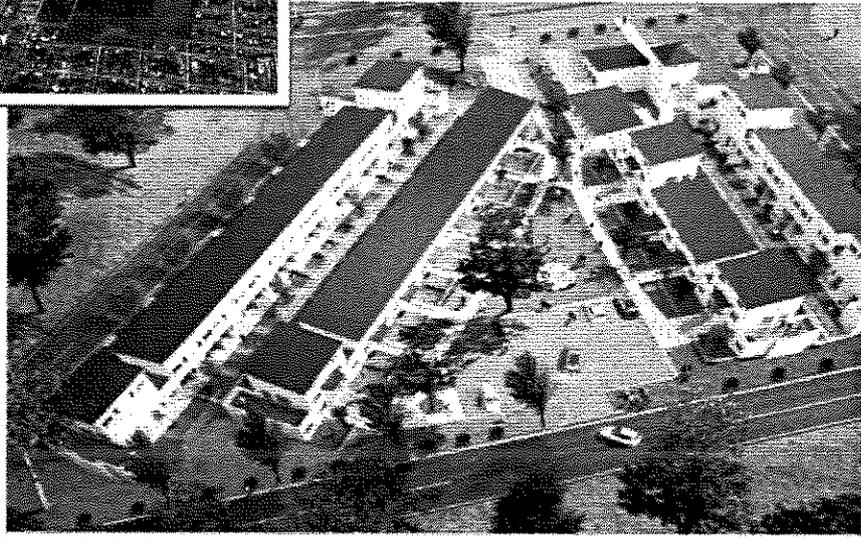
negociación de la tierra, como con los permisos de construcción, etc., alguno de los cuáles integrarán el Fideicomiso Financiero.



IX. Barrios en Desarrollo por CasasURU

Barrio Los Laureles | Salto

Ubicación



BARRIO LOS LAURELES

Descripción del Proyecto

Ubicación: Av. Apolón y Av. Viera

Unidades: 66 casas

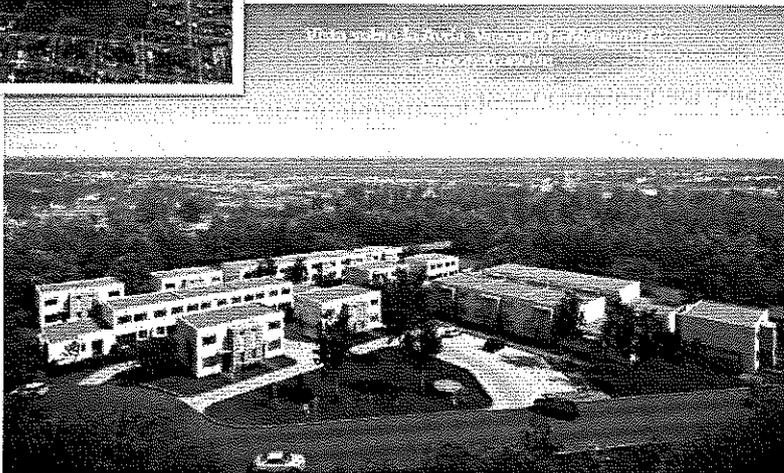
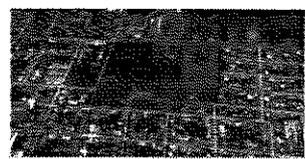
Servicios: electricidad, agua,
Saneamiento

Densidad Poblacional: media



Barrio Los Laureles | Salto

Manzana C



Descripción del Proyecto

Ubicación: Av. Apolón y Av. Viera

Unidades: 48 casas

Servicios: electricidad, agua,
Saneamiento

Densidad Poblacional: media

Novedad: surge una nueva tipología debido a la gran demanda de unidades de 3 dormitorios.
Construido: con Moldes de Aluminio.

Proyecto:

El Barrio Los Laureles es un emprendimiento único en Salto. Localizado en el cruce de las avenidas Apolón y Viera, el barrio se ubica en pleno centro del área de mayor crecimiento de la ciudad y la renueva con una propuesta fresca.

El emprendimiento se destaca por su estética moderna, sus amplios espacios verdes, sus casas confortables y el estilo en la determinación de sus espacios internos. Una propuesta que combina casas de calidad y buen gusto en una zona tranquila y segura.

Características de la Etapa 1: Manzana A

Área Total Predio: 6.908 m²

Cantidad de Sectores: 4

Área Comercial: 270 m²

Área de Usos Múltiples (SUM): 83 m²

Cantidad de Casas: 66 unidades

Cantidad de Unidades por tipología

2 Dormitorios: 7 unidades

2 Dormitorios Dúplex Planta Baja: 38 unidades

2 Dormitorios Dúplex Planta Alta: 14 unidades

3 Dormitorios: 7 unidades

Status actual del proyecto:

Inicio de obra en Diciembre 2012.

Avance de obra: 100%.

Comercialización:

- Pre-venta: 60% vendido, de los cuáles 50% se han escriturado.
- 40% comprometido al plan de subsidio a la cuota del crédito hipotecario del MVOTMA.

Características del Proyecto Etapa 2: Manzana C

Área Total Predio: 6.169 m²

Cantidad de Sectores: 12

Cantidad de Casas: 48 unidades

Cantidad de Unidades por tipología

2 Dormitorios Dúplex Planta Baja: 26 unidades

3 Dormitorios: 6 unidades

3 Dormitorios Dúplex: 16 unidades

Status actual del proyecto:

Inicio de obra en Diciembre 2013.

Avance de obra: 30%.

Comercialización:

- Pre-venta: 35% vendido, de los cuáles 10% se han escriturado.

Aspectos Destacados de la Zona:

- **Seguridad y tranquilidad:** el barrio está implantado en una zona urbana consolidada y próspera.
- **Cómoda Ubicación:** a sólo 6 minutos del centro de la ciudad
- **Acceso a transporte público** de ómnibus (6, 1 y 12) a 100 metros del predio.
- **Escuelas** 112 y 78 en las inmediaciones del barrio
- **Accesos directos y rápidos** a la Costanera Norte y a la represa de Salto Grande
- **Club Deportivo Artigas:** ubicado justo en frente al predio del Barrio Los Laureles posee piscina, cancha de fútbol, salón de fiestas y barbacoa, entre otros espacios recreativos.
- **Comercios:** Autoservicios y zona de comercios sobre avenida Apolón. Reciente inauguración de la segunda sucursal de Supermercados TATA a una distancia de 6 cuadras del Barrio Los Laureles.

Espacios Comunes

El Barrio Los Laureles es un emprendimiento urbano completo, un barrio pensado para vivir y disfrutar. Cuenta con varios espacios comunes para brindar comodidad y compartir:

- **Espacios Verdes:** más de 500m² de aéreas verdes de césped y arboleda cuidadosamente diseñados para ofrecer vistas coloridas y relajantes desde el interior de las unidades y a la vez aportar mayor privacidad a cada unidad.
- **Espacios recreativos con juegos para niños:** plazas internas con juegos para que los niños se diviertan, compartan y disfruten en un entorno de seguridad y tranquilidad, a metros de su casa.
- **Espacios de Estacionamiento Libre:** espacios entre la calle y la vereda especialmente diseñados para estacionar los autos en las cercanías de la casa.
- **Zona Comercial:** más de 270m² cubiertos de espacios para comercios sobre la avenida Apolón, a metros de las unidades.



AIRES DE LA COSTA

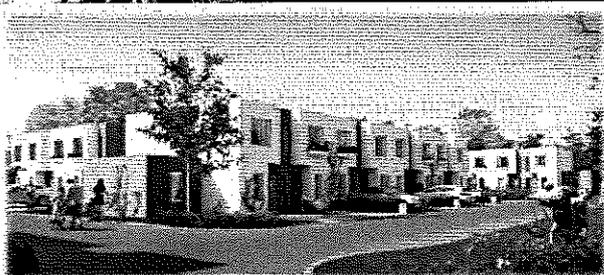
Descripción del Proyecto

Ubicación: Calle Aeorus, entre Giannattasio e Interbalnearia, A 25 minutos del centro de Montevideo.

Unidades: 65 casas

Servicios: electricidad y agua

Densidad Poblacional: media



Proyecto:

Aires de la Costa es un emprendimiento moderno pensado para la familia. Ubicado en la calle Aeorus y Colón el barrio se encuentra a pocas cuadras del centro cívico de Canelones (Avenida Giannattasio).

Aires de la Costa ofrece unidades modernas y confortables dentro de un conjunto amplio con espacios verdes y áreas comunes para disfrutar en familia y compartir con amigos. Aires de la Costa es una propuesta destacada en Canelones: casas de calidad al alcance, en una zona en expansión.

Características del Proyecto

Área Total Predio: 8.654 m²

Cantidad de Sectores: 4

Cantidad de Casas: 65

Cantidad de Unidades por tipología

2 Dormitorios dúplex: 52 unidades

3 Dormitorios dúplex: 13 unidades

Status actual del proyecto:

Inicio de obra en Septiembre 2013

Avance de obra: 70%.

Comercialización:

- Pre-venta: 80% vendido, de los cuáles 30% se han escriturado.

Ubicación:

Aires de la Costa está ubicado en el cruce de las calles Aerosur y Colón, a solo 400 metros del centro cívico de Canelones sobre Avenida Giannattasio. La ubicación brinda un rápido acceso a Zonamerica por el Anillo Perimetral y a la Ciudad Vieja por Av. Giannattasio - Av. Italia.

Aires de la Costa se ubica a solo 1 minuto de la zona del lago Calcagno y a 5 minutos del Parque Roosevelt y centros comerciales de grandes superficies. Aires de la Costa ofrece una combinación de tranquilidad, espacios verdes y buenos accesos en una zona que registra un fuerte crecimiento desde hace años.

Espacios Comunes

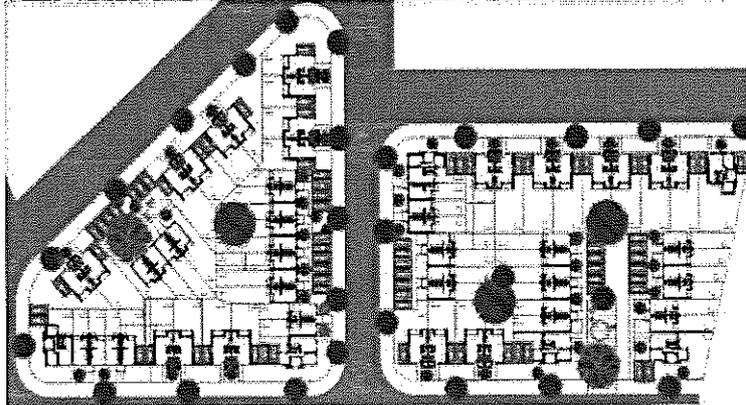
Aires de la Costa cuenta con varios espacios comunes buscan brindar comodidad y entretenimiento para toda la familia:

- **Jardines interiores** con césped y arboleda cuidadosamente diseñados para ofrecer a cada unidad privacidad en un ambiente verde y distendido.
- **Espacios de Estacionamiento Libre:** para tu mayor comodidad generamos espacios entre la calle y la vereda especialmente diseñados para estacionar los autos en las cercanías de tu hogar.
- **Salón de usos múltiples con parrillero.**



CARACTERÍSTICAS DEL PROYECTO

- 58 casas incluyendo casas de 2 y 3 dormitorios
- Densidad Media



Proyecto:

Aires del Pinar es un proyecto único en el que se combinan naturaleza, estética y confort; ubicado en el Km 29 de la Avda. Gianattasio a 2 cuadras de la calle principal de El Pinar.

Rodeado de pinos, aire puro y cielo azul, Aires del Pinar ofrece 58 casas dúplex y standard de primera calidad, con excelentes terminaciones, espacios amplios y luminosos, pisos flotantes en dormitorios, previsión para aires acondicionados y amplios jardines individuales.

Además todas las unidades cuentan con parrillero, estacionamiento propio y previsión para calefactor a leña.

Gracias a un innovador diseño y distribución se aseguró una excelente habitabilidad para el núcleo familiar.

Características del Proyecto Etapa 1

Área Total Predio: 4.552 m²

Cantidad de Sectores: 8

Cantidad de Casas: 28

Cantidad de Unidades por tipología

2 Dormitorios Dúplex: 8 casas

3 Dormitorios planta baja: 4 casas

3 Dormitorios Dúplex: 16 casas

Características del Proyecto Etapa 2

Área Total Predio: 5.029 m²

Cantidad de Sectores: 8

Cantidad de Casas: 30

Cantidad de Unidades por tipología

2 Dormitorios Dúplex: 12 casas

3 Dormitorios planta baja: 4 casas

3 Dormitorios Dúplex: 14 casas

Status actual del proyecto:

Inicio de obra Junio 2014.

Comercialización:

- Pre-venta: 50% vendido, de los cuáles todavía no se han escriturado.

Ubicación:

El barrio Aires del Pinar se encuentra sobre la Avenida Gianattasio a la altura del km 29 a sólo 2 cuadras de la calle principal de El Pinar.

Con una cómoda ubicación a menos de 40 minutos del centro de la ciudad de Montevideo, a menos de 15 minutos del Aeropuerto, anillo perimetral, ruta interbalnearia, Zona América entre otros.



Descripción del Proyecto

Ubicación: Grito de Asencio esquina Horacio Mereggi
Unidades: 54 casas
Servicios: saneamiento, electricidad y agua
Densidad Poblacional: media



Proyecto:

Aires de Jacarandá es un emprendimiento sin igual en Paysandú. Ubicado en el cruce de las calles Meriggi y Grito de Ascencio, Aires de Jacarandá se encuentra a solo 4 minutos del centro de la ciudad.

Aires de Jacarandá ofrece casas modernas y confortables dentro de un conjunto amplio con espacios verdes y áreas comunes para disfrutar en familia. Una propuesta con casas de calidad, para toda la vida, en una zona tranquila y segura. Aires de Jacarandá es el lugar para vos y tu familia. Es la oportunidad que estabas esperando.

Características del Proyecto

Área Total Predio: 5.624 m²

Cantidad de Sectores: 4

Cantidad de Casas: 54

Cantidad de Unidades por tipología

2 Dormitorios: 6 unidades

2 Dormitorios Dúplex Planta Baja: 30 unidades

2 Dormitorios Dúplex Planta Alta: 12 unidades

3 Dormitorios: 6 unidades

Status actual del proyecto:

Inicio de obra en Febrero 2013.

Avance de obra: 100%.

Comercialización:

- Pre-venta: 60% vendido, de los cuáles 50% se han escriturado.
- 40% comprometido al plan de subsidio a la cuota del crédito hipotecario del MVOTMA.

Ubicación:

Aires de Jacarandá está ubicado en el cruce de las calles Meriggi y Grito de Ascencio, sólo 4 minutos del centro de la ciudad de Paysandú. La ubicación ofrece la tranquilidad de Aires de Jacarandá a pasos del movimiento céntrico, conformando una combinación perfecta.

Con nuevas casas y comercios en expansión la zona en crecimiento busca consolidarse como nuevo barrio residencial.

Espacios comunes:

Aires de Jacarandá cuenta con varios espacios comunes para brindar comodidad y compartir:

- **Jardines interiores** con césped y arboleda cuidadosamente diseñados para ofrecer a cada unidad privacidad en un ambiente verde y distendido.
- **Espacios de Estacionamiento Libre:** espacios entre la calle y la vereda especialmente diseñados para estacionar los autos en las cercanías de las casas.

IX. ANEXOS

ANEXO 1

CONTRATO DE FIDEICOMISO FINANCIERO



ESC. ANA ELENA FERREIRA - 13403/6

MODIFICACION DE CONTRATO DE FIDEICOMISO

"FIDEICOMISO FINANCIERO CASASURU
DE DESARROLLO DE VIVIENDAS DE INTERES SOCIAL I"

En Montevideo, el 2 de junio de 2015, entre POR UNA PARTE: EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A. (en adelante el "Fiduciario"), representada en este acto por Diego Rodríguez, con domicilio en Juncal 1392, Montevideo, RUT 21 476953 0012, e inscripción en el Registro Nacional de Comercio el 7 de abril de 2003 con el número 2014; POR OTRA PARTE: MULERY S.A. representada en este acto por Sebastian Sommer, con domicilio en Juncal 1392, Montevideo; y NURWOLY S.A. representada en este acto por Sebastian Sommer, con domicilio en Juncal 1392, Montevideo (en adelante los "Fideicomitentes"); convienen en celebrar la presente modificación de contrato de fideicomiso.

ANTECEDENTES

Con fecha 11 de diciembre de 2014, las Fideicomitentes y el Fiduciario celebraron un contrato de fideicomiso financiero por el cual se constituyó el Fideicomiso denominado "FIDEICOMISO FINANCIERO CASASURU DE DESARROLLO DE VIVIENDAS DE INTERES SOCIAL I" (en adelante el "Contrato"), el cual fuera posteriormente modificado con fecha 6 de mayo de 2015.

Con posterioridad a la firma del Contrato, las Partes acordaron modificar las siguientes cláusulas del mismo, de acuerdo a los términos que se incluyen en esta nueva modificación:

- Cláusula 3 – Constitución del Fideicomiso
- Cláusula 6 – Finalidad del Fideicomiso
- Cláusula 12 – Deduciones del monto recibido por la emisión
- Cláusula 14 – Plazo del Fideicomiso
- Cláusula 15 – Obligaciones del Fiduciario
- Anexo I al Contrato

A efectos de facilitar la comprensión del Contrato y sus modificaciones, las partes acuerdan incluir a continuación la redacción final de la totalidad del Contrato de Fideicomiso y su Anexo, el cual sustituye en su totalidad los términos y condiciones del Contrato de fecha 11 de diciembre y su modificación de fecha 6 de mayo de 2015, incluyendo su anexo.

1. 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:

"Activos" son los bienes y/o derechos, presentes y futuros, incluyendo los inmuebles y los Activos Financieros, y todos los derechos económicos, presentes y futuros, que formen parte del patrimonio del Fideicomiso.

"Activos Financieros" son los indicados en la cláusula 4 de este Contrato.

"Administrador" es Casasuru S.A..

"Asamblea de Titulares" es la reunión de los Titulares de acuerdo a lo establecido en el Contrato.

"Auditor de Obra" es la firma especializada que se contrate por el Fiduciario para certificar los avances de obra de los Proyectos.

"Auditores" es la firma de auditores contables independientes que se contrate por el Fiduciario para auditar los estados contables del Fideicomiso.

"Banco" es la institución de intermediación financiera donde el Fiduciario mantenga las Cuentas.

"BCU" es el Banco Central del Uruguay.

"Beneficiarios" son los Titulares.

"Bienes Fideicomitidos" son todos los bienes aportados al patrimonio de afectación del Fideicomiso.

"Certificados de Participación" son los Certificados de Participación Serie A y los Certificados de Participación Serie B, que otorgan a los Titulares derechos de participación sobre los resultados y el remanente del Fideicomiso, de acuerdo a lo previsto en el Contrato de Fideicomiso y en los Documentos de Emisión.

"Certificados de Participación Serie A" son los certificados de participación que otorgan a los Titulares derechos de participación sobre los resultados y el remanente del Fideicomiso, de acuerdo a lo previsto en el Contrato de Fideicomiso y en el Documento de Emisión de Certificados de Participación Serie A.

"Certificados de Participación Serie B" son los certificados de participación que otorgan a los Titulares derechos de participación sobre los resultados y el remanente del Fideicomiso, de acuerdo a lo previsto en el Contrato de Fideicomiso y en el Documento de Emisión de Certificados de Participación Serie B.

"Cierre de Ejercicio" es el 31 de diciembre de cada año.

"Contratista de Obra" es la empresa encargada de llevar adelante las Obras de cada Proyecto.

"Contrato" o "Contrato de Fideicomiso" es este Contrato de Fideicomiso.

"Contrato de Administración" es el contrato de administración que se celebra entre el Fiduciario y el Administrador.

"Cuenta de Contingencias" es la cuenta bancaria abierta por el Fiduciario a nombre del Fideicomiso en el Banco, en la cual se depositarán los fondos correspondientes a la Reserva para Contingencias, en caso que exista.

"Cuenta de Reserva" es la cuenta bancaria abierta por el Fiduciario a nombre del Fideicomiso en el Banco, en la cual se deberán mantener depositados UI 15.000.000 (Quince millones de Unidades Indexadas).

"Cuenta Recaudadora" es la cuenta bancaria abierta por el Fiduciario a nombre del Fideicomiso en el Banco, donde se recibirán y depositarán todos los ingresos del Fideicomiso, incluyendo los fondos provenientes de la emisión de Valores y los



11/2
162

ESC. ANA ELENA FERREIRA - 13403/6

provenientes de las ventas de las Unidades.

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

“Deudor” es cualquier persona física o jurídica que es deudora por cualquier concepto del Fideicomiso.

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

“Dirección de Obra” es el técnico o los técnicos, que dirigen técnicamente una Obra designados por el Administrador, pudiendo ser personal dependiente o contratado por el Administrador. Proporcionan asesoramiento sobre la puesta en marcha del proyecto y la coordinación de todas las etapas de la obra.

“Documento de Emisión de Certificados de Participación Serie A” es el documento mediante el cual el Fiduciario emite los Certificados de Participación Serie A a favor de los Titulares.

“Documento de Emisión de Certificados de Participación Serie B” es el documento mediante el cual el Fiduciario emite los Certificados de Participación Serie B a favor de los Titulares.

“Documentos de Emisión” son el Documento de Emisión de Certificados de Participación Serie A y el Documento de Emisión de Certificados de Participación Serie B.

“Dólares” es la moneda de curso legal en los Estados Unidos de América.

“Entidad Registrante” es el Fiduciario quien será la entidad encargada de llevar el Registro de los Titulares de los Valores que se emitan.

“Entidad Representante” es la entidad que actuará como representante de los Titulares de los Valores, de acuerdo a lo previsto por el artículo 73 de la Ley 18.627.

“Fecha de Pago” es la fecha en que se realice un pago correspondiente a los Valores, de acuerdo a lo establecido en los Documentos de Emisión.

“Fideicomiso” es el fideicomiso que se constituye por el presente Contrato.

“Fideicomitentes” son Mulery S.A. y Nurwoly S.A.

“Fiduciario” es EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A. o quien lo suceda.

“Fondos Líquidos” son los fondos en caja o invertidos en instrumentos fácilmente liquidables, que se encuentren en el activo del Fideicomiso en la Cuenta Recaudadora, proveniente de la gestión de los activos del Fideicomiso o de la colocación de los Valores.

“Fondos Netos Distribuibles” son los fondos efectivamente percibidos por el Fideicomiso originados por la venta de las Unidades de los Proyectos, que surgen de deducir de las disponibilidades al cierre de cada trimestre, las previsiones de gastos e inversiones a realizar en los próximos trimestres que sean determinadas por el

Handwritten signature or initials

Handwritten mark

Fiduciario, de acuerdo al informe elaborado por el Administrador a tales efectos.

"Fondos Netos Remanentes" son los fondos que existan en el activo del Fideicomiso a la fecha de vencimiento del Fideicomiso, una vez enajenados todos los Bienes Fideicomitados y canceladas todas las obligaciones del Fideicomiso.

"Gastos del Fideicomiso" son los gastos que se detallan en la Cláusula 25 del Contrato.

"Inmuebles" son los bienes inmuebles aportados por los Fideicomitentes y los que sean adquiridos por el Fideicomiso, donde se desarrollarán los Proyectos.

"Ley" es la ley 17.703 del 27 de octubre de 2003, sus modificativas y concordantes, que regula los fideicomisos.

"Mayoría Absoluta de Titulares" es el voto conforme de uno o más Titulares, cuyos Valores representen un valor nominal superior al 50% (cincuenta por ciento) del total de Valores emitidos y en circulación.

"Mayoría Especial de Titulares" es el voto conforme de uno o más Titulares, cuyos Valores representen un valor nominal superior al 75% (setenta y cinco por ciento) del total de Valores emitidos y en circulación.

"Obra" es la totalidad de los trabajos, actividades y/o servicios que se realizan para la construcción de las Unidades de los Proyectos, incluyendo, pero sin limitarse a, todos los permisos y planos.

"Pasivos" son el conjunto de pasivos (contingentes y no contingentes) que se generen a lo largo de la vida del Fideicomiso como consecuencia de su celebración, ejecución y liquidación.

"Pesos" o "Pesos Uruguayos" es la moneda de curso legal en la República Oriental del Uruguay.

"Plan de Negocios" es el plan de negocios para el Fideicomiso sobre el cual el Administrador deberá llevar adelante la inversión acorde a la finalidad del presente Fideicomiso que se adjunta como Anexo I al presente Contrato.

"Prospecto" es el prospecto que el Fiduciario emite a los efectos de la emisión de los Valores a favor de los Titulares, el cual el Fideicomitente declara conocer y aceptar en todos sus términos.

"Proyectos" son cada uno de los proyectos de viviendas de interés social que se detallan en el Plan de Negocios.

"Registro" es un registro llevado por la Entidad Registrante en el que se asientan los nombres y otros datos identificatorios de los Titulares, así como las transferencias y otros negocios jurídicos relativos a los Valores.

"Reserva de Liquidación del Fideicomiso" es la reserva que será constituida por el Fiduciario, y mantenida por este luego de la extinción del presente Fideicomiso, por las contingencias que se indican en la Cláusula 30 del Contrato.

"Reserva para Contingencias" es la reserva que podrá constituir el Fiduciario con fondos del Fideicomiso, para cubrir las contingencias del Fideicomiso durante el plazo



163

ESC. ANA ELENA FERREIRA - 13403/6

de vigencia en la forma establecida en la Cláusula 29 del Contrato.

"Titulares" son los titulares legítimos de los Valores, tal como resultan del Registro.

"Unidades" son cada una de las unidades de propiedad horizontal que se construyen en los Inmuebles.

"Valores" son los Certificados de Participación.

"Vinculados" significa: (a) tratándose de personas físicas: a los accionistas, socios, directores, gerentes, administradores, representantes, síndicos o integrantes de la Comisión Fiscal, y en general, todo integrante del personal superior del Fiduciario y/o del Administrador; y (b) tratándose de personas jurídicas, se tendrán en cuenta los vínculos de control de acuerdo con lo previsto por el artículo 49 de la Ley N° 16.060.

2. PARTES INTERVINIENTES

Son partes de este Fideicomiso las siguientes:

- (a) Fideicomitentes: son Mulery S.A. y Nurwoly S.A.
- (b) Fiduciario: es EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.
- (c) Beneficiarios: son los Titulares.

3. CONSTITUCION DEL FIDEICOMISO

De conformidad a lo previsto por la Ley, las Partes convienen constituir el Fideicomiso denominado "Fideicomiso Financiero Casasuru de Desarrollo de Viviendas de Interés Social I", que se integrará con los Inmuebles aportados por los Fideicomitentes, incluyendo todos los permisos, planos, licencias y autorizaciones previamente obtenidos por los Fideicomitentes con relación a dichos Inmuebles, los Inmuebles que sean adquiridos por el Fideicomiso respecto de los cuales los Fideicomitentes aportan los boletos de reserva de los mismos, y los fondos que se integran por la suscripción de los Valores; todo en las condiciones que se establecen en este Contrato y para ser destinados al cumplimiento de los fines del mismo.

Los Inmuebles que serán aportados por los Fideicomitentes son los siguientes:

- (i) padrón número 35.593, antes padrón número 35.443 en mayor área, de la localidad catastral Salto, departamento de Salto, aportado por Mulery S.A.; y
- (ii) una fracción del padrón número 15.897 de la localidad catastral Las Piedras, departamento de Canelones, aportado por Nurwoly S.A, de acuerdo a lo establecido en el boleto de reserva que se adjunta como Anexo II al presente Contrato. Dado que a la fecha no se ha finalizado con el fraccionamiento de dicho padrón, Nurwoly S.A. aportará la totalidad del padrón, obligándose el Fiduciario a transferir nuevamente a Nurwoly S.A. la parte que no se aporta al Fideicomiso, una vez se este en condiciones de transferir dicha fracción, todo lo cual se detalla en el boleto de reserva firmado entre las partes. Si en un plazo de 270 días corridos desde realizada la transferencia al Fideicomiso, no se pudo realizar el fraccionamiento del inmueble, el Fiduciario procederá a transferir el

Handwritten signature or initials.

Handwritten mark at the bottom right.

inmueble nuevamente a Nurwoly S.A. quien se obliga a recibirlo y se cancelarán en forma simultánea los Certificados de Participación Serie B entregados a Nurwoly S.A.

Como contrapartida por el aporte realizado por los Fideicomitentes, el Fideicomiso emitirá mediante oferta privada y entregará a los Fideicomitentes, Certificados de Participación Serie B, de acuerdo al siguiente detalle:

- (a) A Mulery S.A. le corresponderán Certificados de Participación Serie B por un monto de UI 3.000.000 (tres millones de Unidades Indexadas).
- (b) A Nurwoly S.A. le corresponderán Certificados de Participación Serie B por un monto de UI 2.500.000 (dos millones quinientos mil Unidades Indexadas).

A efectos de documentar su obligación de aportar los Inmuebles, los Fideicomitentes suscribieron con el Fideicomiso un boleto de reserva por el cual se obligan a aportar los Inmuebles dentro de un plazo máximo de 60 días corridos de efectuada la Suscripción de los Valores, entregando en garantía al Fideicomiso la suma de \$ 275.000 por parte de Nurwoly S.A. y \$ 330.000 por parte de Mulery, para cubrir gastos iniciales del Fideicomiso (se adjunta como Anexo II a este Contrato copia de los boletos de reserva firmados). Hasta que se haga efectiva la transferencia de los Inmuebles, el Fideicomiso solamente podrá disponer fondos para gastos por hasta la suma de \$ 605.000. En caso que no se haga efectiva la transferencia de los Inmuebles dentro de dicho plazo, se devolverán todos los fondos aportados a los Titulares, mediante transferencia bancaria a las cuentas indicadas por los Titulares dentro de los 5 Días Hábiles siguientes, libres de cualquier tipo de deducción y se cancelarán los Valores emitidos. Con cargo a los fondos entregados en garantía se cancelarán los honorarios de: (i) el Fiduciario correspondiente a dos meses, (ii) la Entidad Representante, (iii) la Calificadora de Riesgo, y (iv) el Registro en BEVSA, siendo todos los demás gastos incurridos de cargo de los Fideicomitentes, no teniendo el Fideicomiso ninguna responsabilidad por su pago. Cualquier saldo que quede en poder del Fideicomiso una vez efectuado dichos pagos, será afectado al pago de honorarios del Fiduciario.

El Fiduciario se encargará de controlar a través de la contratación de los escribanos correspondientes, que los títulos de propiedad de los Inmuebles sean buenos y no existan gravámenes sobre los mismos.

La constitución del Fideicomiso importa además, una instrucción irrevocable dada al Fiduciario para proceder conforme al presente Contrato.

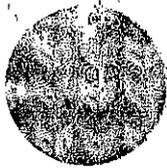
4. PATRIMONIO DEL FIDEICOMISO

El patrimonio del Fideicomiso estará constituido por los Activos y por todos los derechos económicos, presentes y futuros que generen los mismos.

El patrimonio fideicomitado queda afectado única y exclusivamente a los fines que se destina y sólo podrán ejercitarse respecto a él, los derechos y acciones que se refieran a dichos bienes.

El Fideicomiso no podrá invertir sus recursos en valores no permitidos para los Fondos de Ahorro Previsional.

Los Fondos Líquidos podrán ser invertidos por el Fiduciario, únicamente en los siguientes Activos Financieros, que calcen con las necesidades de utilización de



ESC. ANA ELENA FERREIRA - 13403/6

fondos en plazos y monedas, según las proyecciones que informe el Administrador:

- (a) Valores emitidos por el Estado Uruguayo o el BCU;
- (b) Valores de renta fija emitidos por organismos internacionales de crédito;
- (c) Valores de renta fija emitidos por gobiernos extranjeros de muy alta calificación crediticia;
- (d) Depósitos en entidades de intermediación financiera locales calificadas en Categoría 1 por el BCU.

El Fiduciario realizará estas inversiones de los Fondos Líquidos considerando aquellas que mitiguen de mejor forma el impacto fiscal de las mismas (junto con la presentación de un informe fiscal que valide el esquema de mitigación).

5. VALUACIÓN DEL PATRIMONIO DEL FIDEICOMISO

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

6. FINALIDAD DEL FIDEICOMISO

Se constituye el Fideicomiso para el desarrollo de proyectos de vivienda de interés social y su comercialización.

Los Proyectos serán realizados en los dos Inmuebles aportados por los Fideicomitentes, y en partes de los siguientes dos Inmuebles que serán adquiridos directamente por el Fideicomiso: Padrón Número 46.944 (antes 777) de Ciudad de la Costa, Departamento de Canelones y Padrones Números 44.890, 44.891 y 44.892 de Ciudad de la Costa, Departamento de Canelones.

Los dos Inmuebles serán adquiridos por el Fideicomiso, en los siguientes términos y condiciones:

- En el caso del Padrón Número 46.944, el precio de compraventa será de USD 140 por m² totalizando USD 2.926.000 pagadero en 12 cuotas mensuales, iguales y consecutivas.
- En el caso de los Padrones Números 44.890, 44.891 y 44.892, se adquirirán 35.000 metros cuadrados construibles de los Inmuebles (excluidos caminos, sendas de paso o fracciones destinadas a los usos públicos o no comercializables) y como pago se realizarán obras en la parte de los inmuebles que quedan para el vendedor como forma de pago, conforme a los plazos y demás condiciones acordadas por el Administrador. Adicionalmente, el Administrador realizará a la brevedad posible sus mejores esfuerzos para negociar una opción de compra del resto de los padrones a favor del Fideicomiso, al precio y por el plazo que se logre negociar con el vendedor.

En caso que el Fideicomiso no pudiera adquirir estos inmuebles, ya sea porque los vendedores finalmente no vendan los mismos o los títulos de propiedad no resultaran buenos, el Administrador deberá procurar otras opciones de inmuebles a adquirir para el desarrollo de los Proyectos, por al menos el mismo monto de inversión que los inmuebles que no se puedan adquirir, y presentar los nuevos inmuebles a la aprobación de la Mayoría Especial de Titulares.

La adquisición de estos Inmuebles podrán también llevarse a cabo a través de la adquisición de derechos de propiedad o instrumentos que representen indirectamente derechos de propiedad sobre Inmuebles (acciones nominativas y no preferidas o de goce, certificados de participación de fideicomisos financieros, calidad de beneficiario en fideicomisos comunes) así como de la adquisición de derechos de usufructo, superficie u otros derechos reales y/o personales o instrumentos que representen de manera indirecta cualquiera de los mencionados derechos sobre Inmuebles.

En caso que las inversiones se efectúen mediante la adquisición de acciones de sociedades, dichas sociedades deberán tener como objeto exclusivo la titularidad de bienes inmuebles en Uruguay, y tratarse de sociedades con acciones nominativas y no preferidas o de goce.

En caso que la sociedad que se adquiera no cumpla con estos dos requisitos, el Fiduciario deberá reformar los estatutos sociales de forma de reformar el objeto y/o tipo de acciones en su caso, debiendo iniciar el trámite de reforma de estatutos dentro del plazo de 30 días de efectuada la adquisición y culminar el trámite en un máximo de 8 meses después de iniciado.

El objeto exclusivo de las sociedades deberá ser el siguiente: compra, venta y tenencia de bienes inmuebles radicados en Uruguay, y su entrega en arrendamiento, usufructo o uso a terceros.

No se podrá dar a la sociedad o al Inmueble un destino ajeno al cumplimiento de las instrucciones contenidas en el Contrato de Fideicomiso Financiero.

El Fideicomiso estará autorizado a contraer créditos hipotecarios con entidades de intermediación financiera bajo la ley 16.760, por hasta un monto equivalente al 10% del costo de construcción de cada Proyecto, pudiendo además otorgar prenda de depósitos en efectivo como garantía. .

El Plan de Negocios establece el marco dentro del cual se desarrollará la estrategia del Fideicomiso para cumplir con su fin, y específicamente indicará los requisitos generales que han de reunir los Proyectos a efectos de que el Fideicomiso realice dichas inversiones. De ningún modo podrá interpretarse que los términos y condiciones del Plan de Negocios suponen un compromiso o promesa de que la estrategia allí prevista será exitosa en su resultado. En particular los Beneficiarios reconocen y aceptan que por las particulares características de los bienes que integrarán el patrimonio del Fideicomiso, las inversiones realizadas están sujetas a las fluctuaciones del mercado en la cual se radicará la inversión.

El desarrollo de cada una de las segunda y siguientes etapas que correspondan a cada uno de los Proyectos, estará condicionado a que el 35% de las viviendas de la etapa anterior tienen que haber sido comercializadas, habiéndose escriturado y cobrado el 100% del precio de las mismas.

7. ADMINISTRACIÓN DE LOS BIENES FIDEICOMITIDOS

Por medio del Contrato de Administración que se suscribe simultáneamente al presente, el Fiduciario designa al Administrador para cumplir la tarea de llevar adelante la implementación del Plan de Negocios, de acuerdo a lo establecido en el presente Contrato y en el Contrato de Administración.

Sin perjuicio de esto, el Fiduciario mantendrá la responsabilidad por la administración



165

ESC. ANA ELENA FERREIRA - 13403/6

del Fideicomiso, no pudiendo delegar total o parcialmente en terceros las obligaciones que se ponen a su cargo bajo este Contrato. La contratación del Administrador no será entendida como una tercerización o subcontratación por parte del Fiduciario a ningún efecto legal o reglamentario.

Se deja expresa constancia que el manejo de los fondos, la emisión de los Valores, la rendición de cuentas hacia los Beneficiarios, así como la contabilidad del Fideicomiso, son responsabilidad propia e indelegable del Fiduciario.

En caso de discrepancias entre el Administrador y el Fiduciario, prevalecerá la opinión del Fiduciario.

Cada Beneficiario, por la sola adquisición de los Valores, presta su consentimiento para que el Administrador se desempeñe en tal carácter bajo este Contrato y el Contrato de Administración y cumpla las funciones establecidas en el mismo.

El Fiduciario no podrá modificar el Contrato de Administración sin contar con la previa aprobación de la Mayoría Especial de Titulares.

8. EMISION DE VALORES

De acuerdo a los fines del Fideicomiso, el Fiduciario emitirá Valores de acuerdo a los términos y condiciones que se indican a continuación y por un monto total que será de hasta UI 140.500.000 (ciento cuarenta millones quinientos mil Unidades Indexadas).

Los Valores que emita el Fiduciario serán Certificados de Participación que darán a los Titulares derechos de participación sobre el resultado del Fideicomiso, de acuerdo a los términos y condiciones que se incluyen a continuación:

Valores a emitirse: Certificados de Participación Serie A de oferta pública por hasta UI 135.000.000

Certificados de Participación Serie B de oferta privada por hasta UI 5.500.000

Forma de los Valores: Valores escriturales

Moneda: Unidades Indexadas

Importe de la Emisión: Hasta UI 140.500.000

Valor nominal de cada Valor: UI 10.000

Distribuciones: Los Fondos Netos Distribuibles serán distribuidos entre los Titulares de acuerdo al siguiente mecanismo y orden de prioridad:

- Repago del capital de los Certificados de Participación Serie A
- Repago del capital de los Certificados de Participación de Serie B

- Del remanente, que corresponde a la Utilidad del Fideicomiso:
 - El 88% de la Utilidad del Fideicomiso se distribuirá entre los Titulares de los Certificados de Participación de la Serie A.
 - El 12% de la Utilidad del Fideicomiso se distribuirá entre los Titulares de los Certificados de Participación de la Serie B.
 - Una vez que la TIR de los Certificados de Participación Serie A alcance el 20% anual (la cual será calculada mensualmente por el Fiduciario), el Administrador tendrá derecho a cobrar honorario de éxito equivalente al 10% de la Utilidad del Fideicomiso, y el remanente se alojará de la siguiente manera:
 - o el 65% a los Titulares de los Certificados de Participación Serie A, y
 - o el 35% a los Titulares de los Certificados de Participación Serie B.
 - El Fiduciario procederá a informar a los Titulares cuando se alcance la TIR anual de 20%, procediendo a retener en un fondo de reserva el equivalente al honorario de éxito pactado a favor del Administrador, retención que será realizada en forma mensual en la medida que el cálculo de la TIR anual confirme el objetivo de 20%.
 - En la fecha de terminación del Fideicomiso (o antes si una Mayoría Especial de Titulares lo aprueba), el Fiduciario procederá a pagar el honorario de éxito al Administrador, calculado a dicha fecha, utilizando los fondos mantenidos en la cuenta de reserva. Los fondos mantenidos en el fondo de reserva podrán ser invertidos en instrumentos en UI o Pesos Uruguayos emitidos por el Estado Uruguayo o el BCU, con un plazo máximo de 2 años.
 - En caso de exceso de fondos en dicho fondo de reserva, los mismos serán distribuidos de acuerdo a la participación establecida, así como si hubiera faltante de fondos para el pago de la comisión de éxito se utilizarán los fondos operativos remanentes para compensar al Administrador.
 - El Fiduciario será el encargado de calcular mensualmente la TIR (Tasa Interna de Retorno) y anualizarla todos los meses. El cálculo de la misma tendrá en cuenta los desembolsos iniciales



Fa N° 902317



166

ESC. ANA ELENA FERREIRA - 13403/6

en etapas tal cual está previsto y los flujos que mensualmente recibirán los Titulares de Certificados de Participación Serie A de acuerdo a la distribución pactada.

La TIR es igual a "t" y se calculará como:

$$0 = - \sum_{i=0}^T D_i \times (1+t)^{\left(\frac{-i}{365}\right)} + \sum_{j=0}^T E_j \times (1+t)^{\left(\frac{-j}{365}\right)}$$

"D_i": significa el monto pagado por un Inversor en el día i siguiente a la Fecha de Inversión (cualquier tipo de pago: acciones, bonos, préstamos, etc.).

"E_j": significa el monto neto recibido por un Inversor en el día j, siguiente a la Fecha de inversión (cualquier tipo de cobro: venta de acciones, repago de préstamos, repago de bonos, comisiones, etc.); neto de impuestos a la renta u otros impuestos similares a ser pagados por el Inversor.

"T": significa el número de días entre la Fecha de Inversión y la fecha de salida de la inversión en una empresa por parte del Inversor.

El Administrador deberá presentar su informe trimestral, dentro de los 20 días del cierre de cada trimestre calendario, debiendo el Fiduciario determinar la existencia de Fondos Netos Distribuibles antes del día 30 de dicho mes.

Los pagos serán realizados en forma trimestral, el día 30 del mes siguiente al cierre de cada trimestre calendario, en la medida que existan Fondos Netos Distribuibles, según sea determinado por el Fiduciario, de acuerdo al informe elaborado por el Administrador a tales efectos.

Todos los pagos se realizarán en Pesos Uruguayos por el equivalente a las Unidades Indexadas que correspondan en cada caso de acuerdo a la cotización del día de la UI.

Precio: 100%
 Inscripción: Banco Central del Uruguay
 Ley Aplicable: Ley de la República Oriental del Uruguay

9. SUBORDINACIÓN AL PAGO DE GASTOS

Los pagos que por cualquier concepto pudieran corresponder a los Titulares se encuentran a su vez, todos ellos, totalmente subordinados a la cancelación previa de la totalidad de los Pasivos y los Gastos del Fideicomiso, incluyendo pero sin limitarse a toda deuda, tributos, cargas y toda otra obligación emergente o con causa o título en el

desarrollo del objeto del Fideicomiso y/o en el funcionamiento del propio Fideicomiso; y/o a la constitución previa de las reservas de fondos necesarias para ello.

10. DISTRIBUCIÓN DEL FLUJO DE FONDOS. PRIVILEGIOS Y SUBORDINACIÓN

Los Fondos Líquidos del Fideicomiso depositados en la Cuenta Recaudadora serán utilizados de la siguiente manera:

- (a) a la cancelación de los Gastos del Fideicomiso;
- (b) a la constitución o reposición de la Cuenta de Reserva, en caso que corresponda;
- (c) a la cancelación de los Pasivos que sean exigibles;
- (d) a la distribución de fondos a los Titulares, de existir Fondos Netos Distribuibles; y
- (e) a la distribución de Fondos Netos Remanentes con el producido de la liquidación del Fideicomiso.

11. SUSCRIPCIÓN E INTEGRACIÓN

Las suscripciones de los Valores podrán ser solicitadas en el domicilio del Fiduciario, o en las oficinas de los agentes colocadores y/o bolsas de valores que el Fiduciario pueda designar, en los plazos y en las condiciones que el Fiduciario establezca en el Prospecto. Los interesados deberán cumplir con aquellos recaudos que establezca el Fiduciario, suscribiendo la documentación que éste estime necesaria.

La integración de los Valores se realizará de acuerdo a lo que será establecido por el Fiduciario en el Prospecto, pudiendo establecerse un mecanismo de integraciones diferidas y con garantías en los casos que así se entienda necesario.

La distribución de los Valores entre los inversores, en caso de recibirse suscripciones por montos mayores al ofrecido, será a prorrata de todas las solicitudes efectuadas.

En caso que no se reciban suscripciones por el total del Importe de la Emisión, la emisión quedará sin efecto.

12. DEDUCCIONES DEL MONTO RECIBIDO POR LA EMISIÓN

De las sumas recibidas por la emisión de los Valores, se deducirán por parte del Fiduciario las sumas necesarias a efectos de ser aplicados por el Fiduciario a pagar gastos y honorarios derivados del presente Contrato:

- (a) la remuneración inicial del Fiduciario por el primer mes de administración;
- (b) la remuneración de la Calificadora de Riesgos, por la calificación inicial de la emisión, equivalente a la suma de UI 131.400 más IVA;
- (c) la remuneración de la Entidad Representante de acuerdo a lo establecido en el Contrato de la Entidad Representante;
- (d) la remuneración del estudio jurídico que ha intervenido en todo el proceso de estructuración de la emisión, Ferrere Abogados, equivalente a la suma de UI



167

ESC. ANA ELENA FERREIRA - 13403/6

480.000 más IVA;

- (e) la remuneración de la firma de consultoría financiera que ha intervenido en todo el proceso de estructuración de la emisión, GAP Consultores, equivalente al 0,30% del monto emitido con un mínimo de US\$ 30.000 más IVA; y
- (f) los gastos necesarios para obtener el registro o hacer posible el registro o comercialización de los Valores en la Bolsa Electrónica de Valores si procediera.

Los gastos son de cargo del Fideicomiso y los mismos serán facturados al Fideicomiso.

Estas deducciones no serán aplicables para el caso de devolución de los montos aportados a los Titulares en virtud de la extinción del Fideicomiso por aplicación de lo dispuesto en la cláusula 3 de este Contrato, los que serán devueltos a los Titulares en su totalidad y sin deducciones.

13. ENTIDAD REGISTRANTE

El Fiduciario actuará como "entidad registrante" de la emisión de los Valores, de acuerdo a los términos y condiciones que se indican en este Contrato y en los Documentos de Emisión.

La Entidad Registrante será la encargada de llevar el Registro en el que se anotarán cada Valor, 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 Valores, y cualquier otra mención que derive de sus respectivas situaciones jurídicas, así como sus modificaciones.

La Entidad Registrante podrá llevar el Registro por medios físicos o electrónicos.

En caso de duda sobre la titularidad de los derechos sobre los Valores, 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 será responsable de todos los gastos generados por tales consultas o procedimientos judiciales, siempre que 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 Valores, del Fiduciario o del patrimonio del Fideicomiso, según corresponda.

14. PLAZO DEL FIDEICOMISO

El Fideicomiso se mantendrá vigente y válido por un plazo de hasta 5 años para el desarrollo y comercialización de las Unidades, y hasta 2 años adicionales para su liquidación. En caso que cumplido el plazo total de 7 años no se haya comercializado la última Unidad de los Proyectos y no se hayan cancelado todos los Gastos del Fideicomiso, los Titulares resolverán en Asamblea por Mayoría Especial de Titulares la prórroga del plazo o la liquidación del Fideicomiso. En ningún caso dicho plazo será mayor al plazo de 30 años establecido en la Ley.

Sin perjuicio de lo anterior, el Fideicomiso podrá extinguirse en forma previa, por la imposibilidad absoluta del cumplimiento de los fines para el cual fue constituido, o en

caso que los Fideicomitentes no aporten los Inmuebles de acuerdo a lo establecido en la cláusula 3 de este Contrato, y una vez que se devuelvan los fondos aportados a los Titulares y se cancelen los Gastos establecidos en dicha cláusula.

Ocurrido el vencimiento del plazo, el Fiduciario procederá a la liquidación del Fideicomiso, elaborando un balance final de liquidación a tales efectos.

15. OBLIGACIONES DEL FIDUCIARIO

Para el cumplimiento de los fines del Fideicomiso el Fiduciario realizará las siguientes actividades:

- (a) Administrar el patrimonio del Fideicomiso conforme a las disposiciones del presente Contrato y la normativa vigente.
- (b) Emitir los Valores de acuerdo con los términos y condiciones establecidos en éste Contrato.
- (c) Recibir los pagos de los Titulares por las integraciones de los Certificados de Participación, y realizar los pagos del capital y las utilidades que correspondan a los mismos.
- (d) Suscribir los contratos de arrendamiento de obra con las empresas constructoras que sean seleccionadas para realizar las obras de cada Proyecto.
- (e) Contratar los seguros que sean necesarios, de acuerdo a los términos que sean negociados por el Administrador, o controlar que se hayan contratado los seguros exigidos en caso que la contratación sea de cargo del contratista de obra.
- (f) Realizar los pagos que correspondan a los contratistas de obra, de acuerdo a los avances de obra que sean certificados por el Auditor de Obra.
- (g) Realizar los demás pagos que correspondan para el desarrollo de los Proyectos y/o con relación a los Inmuebles.
- (h) Mantener la Cuenta de Reserva y utilizar los fondos de la misma para solventar Gastos del Fideicomiso en caso que no existan otros fondos disponibles en el Fideicomiso. En caso que los fondos de la Cuenta de Reserva sean utilizados, el Fiduciario deberá reponer la misma con nuevos fondos que ingresen al Fideicomiso hasta llegar nuevamente al monto de UI 15.000.000 (Quince millones de Unidades Indexadas).
- (i) Otorgar los poderes generales o especiales que se requieran para la consecución de los fines o para la defensa del patrimonio del Fideicomiso.
- (j) Celebrar los contratos, convenios y demás actos que se requieran para el correcto cumplimiento de los fines del Fideicomiso.
- (k) Mantener a su costo un inventario y una contabilidad separada de los bienes, derechos y obligaciones que integran el patrimonio del Fideicomiso. En caso que sea fiduciario en varios negocios de fideicomiso, deberá llevar contabilidad separada de cada uno de ellos.



168

ESC. ANA ELENA FERREIRA - 13403/6

- (l) Abstenerse de gravar los bienes fideicomitidos, excepto gravámenes involuntarios o forzosos que resulten por aplicación de disposiciones legales, reglamentarias o judiciales u otras que deba acatar, o hipotecas de acuerdo a lo establecido en la cláusula 6 de este Contrato.
- (m) Abstenerse de tomar préstamos o celebrar operaciones financieras o cualquier otra operación por las cuales pueda resultar deudor con cargo a los bienes fideicomitidos, excepto lo establecido expresamente en este Contrato.
- (n) Guardar reserva respecto de las operaciones, actos, contratos, documentos e información relacionada con el presente.
- (o) Enviar los reportes o informes dispuestos en este Contrato.
- (p) Controlar el cumplimiento por parte del Administrador de las obligaciones asumidas por éste en el Contrato de Administración. A dichos efectos, el Fiduciario podrá solicitar al Administrador toda aquella información y documentación que considere necesaria. En caso de constatar un incumplimiento, Fiduciario lo informará de inmediato a la Entidad Representante y los Titulares, a efectos de que éste resuelva las eventuales acciones a seguir.
- (q) Transferir a Nurwoly S.A., la fracción del inmueble aportado por dicha entidad, de acuerdo a lo establecido en el boleto de reserva que se adjunta como Anexo II al presente Contrato, o en su caso todo el inmueble en caso que se logre realizar el fraccionamiento dentro del plazo establecido en la cláusula 3 (ii) del presente Contrato.

El Fiduciario deberá actuar en todo momento con la prudencia y diligencia de un buen hombre de negocios, tomando las decisiones que, a su juicio, sean aconsejables a los fines del Fideicomiso, evitando los dispendios de actividad y dinero que sean evidentemente inconducentes y no razonables. Las decisiones tomadas por el Fiduciario en estos aspectos serán de su exclusivo juicio y no le generarán responsabilidad, salvo dolo o culpa grave.

16. FACULTADES DEL FIDUCIARIO

El Fiduciario tendrá respecto de los bienes fideicomitidos las más amplias facultades para el cumplimiento de los fines del Fideicomiso, debiendo realizar sus funciones de acuerdo a lo establecido en este Contrato. Los actos y contratos celebrados por el Fiduciario en infracción a lo establecido en este Contrato, serán inoponibles a los Titulares.

El Fiduciario tendrá la propiedad fiduciaria del Patrimonio del Fideicomiso para el cumplimiento del objeto del mismo y en beneficio de los Beneficiarios.

17. PROHIBICIONES DEL FIDUCIARIO

El Fiduciario, en su calidad de fiduciario del Fideicomiso no podrá en ningún caso:

- (a) Liberarse de su obligación de rendir cuentas de acuerdo a los términos incluidos en este Contrato.
- (b) Liberarse de responsabilidad por actos culposos graves o dolosos realizados por él o por sus dependientes.

- (c) Afianzar, avalar o garantizar de algún modo a los Titulares el resultado del Fideicomiso o las operaciones, actos y contratos que realice con los bienes fideicomitidos.
- (d) Realizar operaciones, actos o contratos con los bienes fideicomitidos, en beneficio propio, de sus directores o personal superior, o de las personas jurídicas donde éstos tengan una posición de control o dirección.
- (e) Realizar cualquier otro acto o negocio jurídico con los bienes fideicomitidos respecto del cual tenga un interés propio, salvo autorización conjunta y expresa de la Mayoría Absoluta de Titulares.

18. RESPONSABILIDAD DEL FIDUCIARIO

El Fiduciario, en su calidad de fiduciario del Fideicomiso, se limitará a cumplir con las obligaciones descritas en este Contrato y el Contrato de Administración. El Fiduciario no será responsable por el incumplimiento de sus obligaciones por caso fortuito o fuerza mayor.

El Fiduciario sólo será responsable de los actos que realice en cumplimiento de los fines del Fideicomiso, con el patrimonio del mismo y hasta el monto que éste alcance. El Fiduciario no responde por las obligaciones asumidas en nombre del Fideicomiso frente a los Titulares y otros terceros, sin perjuicio de su responsabilidad en caso de dolo o culpa grave establecida en la cláusula 15.

El Fiduciario no será responsable de actos o hechos de terceros que impidan o dificulten el cumplimiento del presente Contrato, en caso de surgir algún conflicto originado por autoridad competente o un tercero.

19. CESE DEL FIDUCIARIO

El Fiduciario cesará en el ejercicio de su cargo en los siguientes casos:

- (a) Por la pérdida de alguna de las condiciones exigidas para el ejercicio de sus funciones.
- (b) Por disolución o concurso del Fiduciario.
- (c) Por la cancelación de la inscripción en el registro dispuesta por el BCU.
- (d) Por renuncia de acuerdo a los términos establecidos en este Contrato.
- (e) Por su sustitución de acuerdo a los términos establecidos en este Contrato.
- (f) Por remoción judicial, en caso de incumplimiento de las obligaciones impuestas por la ley o por el presente Contrato.

Al cesar en su cargo el Fiduciario, en su calidad de fiduciario del Fideicomiso, elaborará un balance del patrimonio del Fideicomiso que comprenda desde el último informe que hubiere rendido, hasta la fecha en que se haga efectiva la remoción o renuncia.

El Fiduciario sustituto será designado por parte de la Mayoría Absoluta de Titulares dentro de los plazos indicados en las cláusulas siguientes para los casos de renuncia



169

ESC. ANA ELENA FERREIRA - 13403/6

o sustitución, o dentro de un plazo de 60 días para el resto de los casos.

Al designarse un sucesor de las funciones fiduciarias y una vez aceptado el cargo, el nuevo fiduciario quedará investido de todas las facultades, derechos, poderes y obligaciones del Fiduciario anterior, tomando posesión de los bienes que integran el patrimonio fideicomitido.

20. RENUNCIA DEL FIDUCIARIO

El Fiduciario podrá renunciar a sus funciones que surgen del presente Contrato en los siguientes supuestos:

- (a) Ante 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 su continuación.
- (b) Ante la sanción de leyes, decretos, reglamentos u otra normativa que a criterio del Fiduciario torne imposible o más gravosa la continuación del mismo en tal carácter.

En todos los casos, la renuncia tendrá efecto después de la transferencia del patrimonio objeto del Fideicomiso al fiduciario sustituto. El Fiduciario no será responsable por la no aceptación de la calidad de fiduciario por parte de un tercero.

A efectos de hacer efectiva su renuncia, el Fiduciario, en su calidad de fiduciario del Fideicomiso deberá convocar a una Asamblea de Titulares con al menos 60 días de anticipación a la fecha en que se proponga celebrar la misma, a efectos de poner en conocimiento de los Titulares su renuncia.

Dentro del plazo de 60 días de celebrada la referida Asamblea de Titulares, los Titulares deberán designar por Mayoría Absoluta de Titulares un fiduciario sucesor y comunicar al Fiduciario dicha designación, mediante comunicación escrita que incluirá el nombre y domicilio del fiduciario sucesor. Dentro de los 30 días siguientes a la recepción de la notificación de la designación del fiduciario sucesor, el Fiduciario deberá otorgar y entregar todas las notificaciones, instrucciones y demás documentos vinculados al presente Contrato con el fin de transferir al fiduciario sucesor el patrimonio del Fideicomiso.

En caso que la Mayoría Absoluta de Titulares no enviaran la notificación comunicando el nombramiento del fiduciario sucesor dentro del referido plazo de 60 días, el Fiduciario pondrá el patrimonio del Fideicomiso a disposición de la Asamblea de Titulares, para que ésta resuelva continuar con la administración del mismo o liquidar el Fideicomiso.

21. SUSTITUCION DEL FIDUCIARIO

En caso de que el Fiduciario incumpla en forma grave con cualquiera de sus obligaciones derivadas de este Contrato de Fideicomiso, los Documentos de Emisión o el Prospecto, o si existe un cambio en los accionistas o su grupo controlante del Fiduciario, los Titulares que representen la Mayoría Especial de Titulares podrán disponer la sustitución del Fiduciario por otro fiduciario que se encuentre autorizado para actuar como tal en este tipo de fideicomisos en la República Oriental del Uruguay.

Se entiende por incumplimiento grave del Fiduciario, aquel referido a sus obligaciones esenciales bajo el presente Fideicomiso, que no fueran remediadas dentro de los 30

M
N
P

l

(treinta) días corridos de haber sido notificado fehacientemente por el Administrador, la Entidad Representante o la Asamblea de Titulares. A los efectos del presente, se entiende por incumplimiento grave del Fiduciario, a modo ilustrativo los siguientes: i) no cumplir con su obligación de rendir cuentas conforme a lo previsto; ii) no cumplir con su obligación de controlar al Administrador; o iii) realizar actos prohibidos de acuerdo a lo previsto en el presente. Los gastos y honorarios relacionados con dicha sustitución serán de cargo del Fiduciario.

Asimismo, la Asamblea de Titulares, con el voto conforme de Titulares que representen la Mayoría Especial de Titulares, podrá remover al Fiduciario mediante resolución fundada, sin necesidad de que medie incumplimiento de su parte, y contra el pago de una indemnización equivalente a la remuneración de un año de la comisión de administración del Fiduciario.

En cualquiera de estos casos, el Fiduciario deberá ceder todos sus derechos y obligaciones bajo este Contrato al nuevo fiduciario nombrado por la Mayoría Especial de Titulares.

La Mayoría Especial de Titulares deberá notificar al Fiduciario con una antelación de al menos 45 días, la designación de un fiduciario sustituto por la Mayoría Especial de Titulares, comunicando su nombre y domicilio. Dentro de los 30 días siguientes a la recepción de la notificación de la designación del fiduciario sucesor, el Fiduciario deberá otorgar y entregar todas las notificaciones, instrucciones y demás documentos vinculados al presente Contrato con el fin de transferir al fiduciario sucesor el patrimonio del Fideicomiso.

Se deja constancia que en ningún caso el Administrador podrá asumir funciones como fiduciario de este Fideicomiso.

22. ASAMBLEA DE TITULARES

22.1 Forma de actuación de los Titulares

Actuación en Asamblea: Cualquier solicitud, requerimiento, autorización, instrucción, noticia, consentimiento, decisión y otra acción establecida en este Contrato de Fideicomiso o en Contrato de Entidad Representante o en los Valores como correspondiendo a los Titulares o a determinadas mayorías de Titulares será adoptada en Asamblea de Titulares.

Prueba de la decisión adoptada por los Titulares: La suscripción de cualquier instrumento por parte de un Titular o de su apoderado se podrá probar por cualquier medio satisfactorio para la Entidad Representante y el Fiduciario.

22.2 Asambleas de Titulares

Solicitud de Convocatoria: En cualquier momento el Fiduciario, la Entidad Representante o Titulares que representen al menos el 20% (veinte por ciento) del valor nominal de los Valores emitidos y en circulación, podrán convocar, a través de la Entidad Representante, una Asamblea de Titulares. La Entidad Representante convocará dentro del plazo de 60 (sesenta) días de recibida la solicitud.

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.



170

ESC. ANA ELENA FERREIRA - 13403/6

345, 346 y 347), en todo lo que no se oponga a lo dispuesto en este Contrato o en los Documentos de Emisión o en el Prospecto.

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.

Formalidades de la convocatoria: la Entidad Representante podrá apartarse de los requisitos formales de convocatoria antes señalados, cuando se reúnan los Titulares que representante la totalidad de los Valores emitidos y en circulación.

22.3 Desarrollo de las Asambleas

Asistencia: Las únicas personas que estarán facultadas para asistir a las Asambleas de Titulares serán los Titulares registrados con derecho a voto, los representantes del Fiduciario, la Entidad Registrante, las Bolsas de Valores en las que los Valores coticen, el BCU y los asesores o terceros que la Entidad Representante razonablemente y a su exclusivo criterio acepte que asistan.

Presidencia de la Asamblea: Las asambleas serán presididas por la Entidad Representante o por un Titular o por cualquier tercero que la Entidad Representante designe.

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.

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 Valores, que sea igual o mayor al porcentaje que corresponda a las mayorías que se requieran para adoptar las decisiones que se proponen.

A fin de determinar el quórum para sesionar y las mayorías correspondientes para resolver, no se tendrán en cuenta ni tendrán derecho a voto en las Asambleas de Titulares, aquellos Titulares que tengan vinculación directa o indirecta con el Fiduciario. Tampoco se tendrán en cuenta para determinar el quórum ni para la adopción de resolución, los Certificados de Participación que sean propiedad del Administrador y de sus Personas Vinculadas -en forma directa o indirecta-, en aquellas Asambleas de Titulares en las que se resuelva determinar la existencia de incumplimientos del Administrador, iniciar acciones legales contra el mismo o su remoción.

Mayoría Absoluta de Titulares: Toda resolución de Titulares se adoptará por el voto conforme de Titulares cuyos Valores representen en conjunto un valor nominal superior al 50% (cincuenta por ciento) del valor nominal de los Valores emitidos y en circulación, deducidos los Valores propiedad de los accionistas del Fiduciario, empresas o personas vinculadas, controlantes o controladas según lo definen los artículos 48 y 49 de la Ley 15.060, salvo que este Contrato, el Contrato de Entidad Representante, los Documentos de Emisión o la legislación vigente requieran una mayoría superior.

M
W
A

f

Se deja expresa constancia que los accionistas del Fiduciario, empresas vinculadas, controlantes o controladas pueden tener participación en las Asambleas por los Valores que sean sus Titulares pero sus decisiones no serán computadas a los efectos del voto.

Derecho a voto: Tendrán derecho a voto aquellos Titulares presentes en la Asamblea que estén debidamente registrados como Titulares de Valores según el registro llevado por la Entidad Registrante. Cada Valor 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 Valores que hubieran sido adquiridos por sus accionistas del Fiduciario, empresas o personas vinculadas, controlantes o controladas según lo definen los artículos 48 y 49 de la Ley 16.060. La Entidad Representante podrá exigirle al Fiduciario que declare por escrito y bajo su responsabilidad si ha adquirido, directa o indirectamente, Valores 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.

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

22.4 Competencia de las Asambleas

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 Valores representen un valor nominal superior al 75% (setenta y cinco por ciento) del total de Valores emitidos y en circulación, podrá resolver:

- (a) Modificar las condiciones de emisión de los Valores.
- (b) La extinción del Fideicomiso en caso de insuficiencia patrimonial del Fideicomiso o en caso que no se obtengan los permisos más relevantes vinculados con el desarrollo de los Proyectos.
- (c) Aprobar cambios al Plan de Negocios sugeridos por el Administrador
- (d) La sustitución de la Entidad Representante.

23. AUDITOR DE OBRA

El Fiduciario contratará con cargo al Fideicomiso un Auditor de Obra, que será el encargado de controlar y certificar los avances de las obras realizadas por los contratistas de obra en los Proyectos.

El Auditor de Obra será seleccionado por los Titulares mediante resolución adoptada por Mayoría Absoluta de Titulares. En caso que por incumplimientos o disconformidad con la tarea del Auditor de Obra se resolviera sustituir el mismo, el Fiduciario solicitará la aprobación de la Mayoría Absoluta de Titulares.

El Fiduciario solamente pagará a los contratistas de obra una vez que reciba los



171

ESC. ANA ELENA FERREIRA - 13403/6

certificados de avance de obra firmados por el Auditor de Obra, y por los montos que sean certificados por el Auditor de Obra.

El Auditor de Obra deberá realizar las siguientes tareas:

- (a) Realizar un seguimiento mensual de las obras, el cual comprende el control del avance físico de obra.
- (b) Verificar el seguimiento de los avances de obra y control del avance físico/financiero de la obra de acuerdo al cash flow aprobado
- (c) Verificar que la obra se esté ejecutando de conformidad con el presupuesto de obra y anteproyecto de arquitectura aprobado al obtenerse la declaratoria promocional del Proyecto
- (d) Verificar y aprobar en tiempo y forma los Certificados de Avance de Obra: se certifica en base a las planillas de distribución de rubros, de avances de obra rubro a rubro y análisis de los desembolsos en su relación tiempo- obra y los desvíos admitidos
- (e) Verificar los aportes al BPS, realizando un comparativo entre los declarados en el presupuesto inicial y los efectivamente pagos, de tal forma de analizar las posibles desviaciones.
- (f) Formular objeciones respecto a la forma de ejecución de la Obra, materiales utilizados, personal encargado de los trabajos y todo aspecto que pueda afectar el objeto del Contrato de Obra
- (g) Analizar el informe periódico efectuado por la Dirección de Obra con relación a la ejecución de la Obra
- (h) En general, asesora respecto a los temas vinculados con la obra y con los servicios que se contratan.

El Auditor de Obra deberá presentar los siguientes informes:

- (a) Informe mensual con el avance de obra para ser entregado al Administrador y al Fiduciario.
- (b) Informe trimestral del cumplimiento o no de las condiciones técnico - arquitectónicas para la realización de los diferentes desembolsos requeridos para cada proyecto que será entregado al Fiduciario para posterior desembolso.

24. INFORMACION Y RENDICION DE CUENTAS A LOS TITULARES

El Fiduciario enviará a la Entidad Representante, para que esta remita a los Titulares, a su domicilio registrado o vía correo electrónico a su casilla de correo registrada, y a la Calificadora de Riesgo:

- Trimestralmente: copia del informe del Administrador sobre el avance de los Proyectos y las ventas
- Semestralmente: un informe con los Estados Contables del Fideicomiso
- Anualmente: copia de los Estados Contables del Fideicomiso

Cada informe semestral y anual se considerará una rendición de cuentas y se considerará aceptado si no fuera observado por escrito por el Titular en forma fehaciente dentro de los 30 (treinta) días corridos de la fecha de su recepción.

Luego de la aprobación expresa o tácita de las cuentas rendidas, el Fiduciario quedará libre de toda responsabilidad frente a los Titulares presentes o futuros y a todos los

demás a quienes se hubieran rendido cuentas, por todos los actos ocurridos durante el período de la cuenta.

Independientemente de los informes referidos, cualquier Titular podrá, con diez Días Hábiles de preaviso, requerir por escrito información sobre el patrimonio del Fideicomiso y cualquier otra información con la que cuente el Fiduciario y que razonablemente pueda interesar al Titular. En estos casos de solicitud de informes adicionales podrán ser aplicables a los Titulares que así lo requieran, cargos por emisión de informes extraordinarios según establezca e informe oportunamente el Fiduciario.

Cualquier información, fuera de la pactada, que el Fiduciario proporcione a cualquier Titular, aún en forma regular, no importa obligación para el Fiduciario de continuar proporcionándola.

25. GASTOS, TRIBUTOS Y OTROS COSTOS DEL FIDEICOMISO

Serán de cargo y costo exclusivo del patrimonio del Fideicomiso todos los gastos, tributos y otros costos que se generen para el cumplimiento de la finalidad del Fideicomiso, incluyendo las retribuciones del Fiduciario establecidas en este Contrato.

Constituirán Gastos del Fideicomiso, entre otros:

- (a) los gastos e impuestos de constitución del Fideicomiso;
- (b) los Impuestos del Fideicomiso;
- (c) los honorarios del Fiduciario, del Administrador, del Auditor de Obra y de la Entidad Representante;
- (d) todos los costos correspondientes a la contratación de obras, servicios, bienes, suministros, etcétera;
- (e) las comisiones de inmobiliarias que puedan participar en la venta de las Unidades;
- (f) costos y honorarios notariales que pudieran corresponder por la venta de las Unidades;
- (g) costos de campañas publicitarias que se realicen para promocionar la venta de las Unidades;
- (h) todo los gastos en que se incurra con ocasión de la adquisición, enajenación, rescate, reinversión o transferencia de Activos del Fideicomiso, gastos que demande la transferencia de fondos a los Titulares, seguros, mantenimiento de cuentas y los gastos relacionados con las mismas, y gastos de custodia;
- (i) honorarios profesionales de abogados y auditores del Fideicomiso, asesores legales del Fiduciario que sean requeridos por la administración del Fideicomiso, arquitectos, ingenieros, tasadores, peritos u otros profesionales cuyos servicios sea necesario contratar para el adecuado funcionamiento del Fideicomiso, así como los gastos necesarios para realizar los informes, auditorías externas, tasaciones, peritajes y otros trabajos que esos profesionales realicen;
- (j) honorarios y gastos por la calificación de riesgo de los Valores;



179

ESC. ANA ELENA FERREIRA - 13403/6

- (k) gastos de liquidación del Fideicomiso;
- (l) 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;
- (m) gastos correspondientes a intereses, impuestos y demás gastos derivados de créditos contratados por cuenta del Fideicomiso, así como los intereses de toda otra obligación del Fideicomiso u otro gasto financiero;
- (n) costas y costos, honorarios profesionales y otros gastos de orden procesal en que se incurra con ocasión de la representación en juicio de los intereses del Fideicomiso y/o por la actuación en juicio del Fiduciario en el ejercicio de sus funciones, incluidos aquellos de carácter extrajudicial que tengan por objeto precaver o poner término a litigios;

Todos los Gastos del Fideicomiso deberán ser razonables, conforme a precios de mercado y debidamente documentados.

El Fiduciario no estará obligado a adelantar dichos tributos, gastos o costos en caso que los mismos no puedan ser cubiertos con fondos correspondientes al patrimonio del Fideicomiso.

No serán de cargo del Fideicomiso aquellos gastos que se encuentran cubiertos por la remuneración que recibe el Fiduciario, de acuerdo a este Contrato por llevar la administración y contabilidad del Fideicomiso, ni aquellos gastos o costos que se hayan generado por responsabilidad del Fiduciario, derivados de un actuar doloso o culpa grave.

26. RETRIBUCIÓN DEL FIDUCIARIO

En compensación por los servicios que el Fiduciario se obliga a prestar por el presente Contrato por la administración del presente Fideicomiso, el Fiduciario percibirá una remuneración mensual de UI 43.500 más IVA.

La retribución será de cargo del patrimonio del Fideicomiso.

Los impuestos presentes o futuros que graven dichos pagos o al Fiduciario por la administración del Fideicomiso, incluyendo la Tasa de Control Regulatorio del Sistema Financiero y excluido el Impuesto a la Renta del Fiduciario, serán con cargo a los Activos del Fideicomiso.

El derecho al cobro de los honorarios generará derecho de retención sobre los bienes fideicomitidos y el producido de los mismos, sobre los que la Fiduciaria tendrá prioridad.

El Fiduciario continuará percibiendo la retribución prevista hasta la total realización de los Bienes del Fideicomiso, la cancelación de los Valores y Pasivos, y la distribución del remanente neto de dicha liquidación, de existir

27. INDEMNIDAD DEL FIDUCIARIO

El Fiduciario será mantenido indemne con cargo a los Bienes Fideicomitidos, en caso que se presente alguna reclamación, procedimiento o demanda en contra del Fiduciario y/o sus empleados o representantes, en virtud de cualquiera de los actos

4

realizados con relación al presente Fideicomiso, excepto por culpa grave o dolo del Fiduciario o de sus empleados o representantes.

El Administrador mantendrá indemne al Fiduciario, por cualquier pérdida, costo y/o gasto que el Fiduciario, sus empleados o representantes puedan sufrir como consecuencia, en ocasión y/o con motivo de: (i) el incumplimiento por parte del Administrador a sus obligaciones bajo este Contrato o el Contrato de Administración; (ii) la información provista por el Administrador en el Prospecto; (iii) la falta de entrega en debido tiempo y forma de la información que el Administrador deba entregar al Fiduciario conforme el presente Contrato, (iv) de la existencia de cualquier error, omisión o falsedad en la mencionada información entregada al Fiduciario, (v) de cualquier pago a terceros fundado en el incumplimiento de obligaciones asumidas por el Administrador; salvo respecto de cualquiera de los supuestos indicados en este párrafo que sean causados por dolo o culpa grave del Fiduciario, sus empleados o representantes.

El Fiduciario se obliga a dar aviso por escrito los Titulares y al Administrador en forma inmediata, respecto de cualquier demanda o requerimiento judicial que estuviera relacionada con el presente Fideicomiso y/o el patrimonio del Fideicomiso.

28. INDEMNIDAD DEL ADMINISTRADOR

El Administrador será mantenido indemne con cargo a los Bienes Fideicomitados, en caso que se presente alguna reclamación, procedimiento o demanda en contra del Administrador y/o sus empleados o representantes, en virtud de cualquiera de los actos realizados con relación al presente Fideicomiso, excepto por culpa grave o dolo del Administrador o de sus empleados o representantes. Tampoco será aplicable la indemnidad para los casos de reclamos laborales o de seguridad social por servicios subcontratados por el Administrador o de sus propios empleados.

El Administrador se obliga a dar aviso por escrito los Titulares y al Fiduciario en forma inmediata, respecto de cualquier demanda o requerimiento judicial que estuviera relacionada con el presente Fideicomiso y/o el patrimonio del Fideicomiso.

29. RESERVA PARA CONTINGENCIAS

El Fiduciario podrá disponer la apertura de una Cuenta para Contingencias, en la que se depositarán las sumas equivalentes a las provisionadas por los Auditores en la contabilidad del Fideicomiso a fin de atender eventuales contingencias legales proveniente de los daños, perjuicios y otros conceptos en razón de reclamos y/o acciones judiciales, siempre y cuando el objeto de la acción sea el reclamo de daños, perjuicios y otros (la "Reserva para Contingencias").

La Reserva para Contingencias también podrá incluir aquellas provisiones que decida efectuar el Fiduciario a los efectos de provisionar eventuales contingencias de carácter fiscal que puedan generarse con motivo de las actividades desarrolladas por el Fideicomiso u otros riesgos. Para constituir esta reserva bastará un informe de los asesores legales del Fiduciario recomendando provisionar fondos por eventuales contingencias de carácter fiscal.

La Reserva para Contingencias será fondeada en cualquier momento y, sin perjuicio del orden de aplicación de fondos acordado en este Contrato, con importes provenientes de Fondos Líquidos. El Fiduciario, de no ser indemnizado, tendrá derecho a cobrarse de los fondos depositados en la Cuenta para Contingencias.



Fa N° 902324



173

ESC. ANA ELENA FERREIRA - 13403/6

La suma depositada en la Cuenta para Contingencias podrá ser invertida en Activos Financieros, correspondiendo a la Reserva para Contingencias las utilidades que dichas inversiones generen, salvo en el supuesto que dichas utilidades superen total o parcialmente las previsiones por los reclamos y/o acciones indicadas en esta cláusula, caso en el cual deberán transferirse inmediatamente a la Cuenta Recaudadora.

30. RESERVA DE LIQUIDACIÓN DEL FIDEICOMISO

Cuando se proceda a la liquidación del Fideicomiso, el Fiduciario podrá constituir una Reserva de Liquidación del Fideicomiso con fondos procedentes del patrimonio del Fideicomiso, para hacer frente al pago de eventuales contingencias fiscales u de otro tipo que recaigan sobre el Fideicomiso devengados hasta su liquidación, 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 existencia de dichas contingencias debido a la interpretación conflictiva de normas particulares al respecto.

El monto de la Reserva de Liquidación del Fideicomiso será determinado por el Fiduciario cumpliendo con las normas impositivas vigentes con opinión de un asesor independiente.

Esta Reserva de Liquidación del Fideicomiso permanecerá depositada en una cuenta especial abierta por el Fiduciario, hasta que exista opinión favorable de un asesor independiente que exprese razonablemente que no existirá contingencia y por tanto obligación de pagar la misma. Periódicamente se podrá requerir a un asesor independiente que emita opinión al respecto. Las sumas correspondientes a la Reserva de Liquidación del Fideicomiso podrán ser invertidas en Activos Financieros, correspondiendo a dicha Reserva las utilidades que dichas inversiones generen.

Ante la cancelación de la Reserva de Liquidación del Fideicomiso, los fondos serán puestos a disposición de los Beneficiarios.

31. MORA AUTOMÁTICA

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.

32. JURISDICCIÓN Y LEY APLICABLE

El presente Contrato se rige por y está sujeto a las leyes de la República Oriental del Uruguay. Para cualquier cuestión que se suscite en relación con este Contrato, serán competentes los Tribunales de la ciudad de Montevideo, sin perjuicio que para los casos de insuficiencia patrimonial se procederá al proceso arbitral de acuerdo a lo previsto por el artículo 8 de la Ley 17.703.

33. COMUNICACIONES

Todas las notificaciones, solicitudes, demandas u otras comunicaciones entre las partes se considerarán debidamente efectuadas cuando las mismas sean enviadas por cualquier medio fehaciente al domicilio constituido por cada parte en este Contrato.

En el caso de los Titulares, se tomará como válido el domicilio que cada Titular haya declarado al momento de adquirir los Valores emitidos.

M/

W

P

4

34. REGISTRO DEL FIDEICOMISO

El presente Contrato de Fideicomiso será inscripto de acuerdo a lo establecido por el artículo 17 de la Ley 17.703 y 2 del Decreto 516/003, en los Registros que correspondan.

Los costos que se generen por dicha inscripción serán de cargo del Fideicomiso.

35. CONDICION SUSPENSIVA

El presente Contrato está sujeto a la condición suspensiva que se inscriba la emisión de los Valores en el Registro de Mercado de Valores del Banco Central del Uruguay. Se exceptúan de esta condición las obligaciones instrumentales que el Fiduciario tiene a su cargo a efectos de instrumentar la emisión de los Valores.

36. MODIFICACION DEL ANEXO I – PLAN DE NEGOCIOS DEL FIDEICOMISO

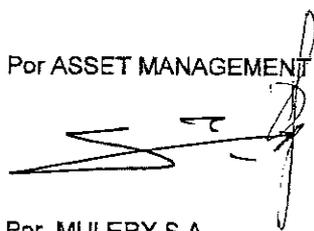
Las Partes acuerdan modificar el Anexo I del Contrato – Plan de Negocios del Fideicomiso, el que quedará redactado de la forma que se establece en el Anexo I a esta modificación.

37. CERTIFICACIÓN DE FIRMAS

Las partes solicitan la certificación notarial de las firmas puestas al pie del presente Contrato.

Las partes firman al pie del presente en señal de conformidad, en el lugar y fecha indicado en la comparecencia.

Por ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A.



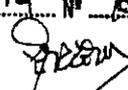
Por MULERY S.A.



Por NURWOLY S.A.

Sigue El Papel Notarial de Actuación

Serie 79 Nº 92302


ANA ELENA FERREIRA
ESCRIBANA PUBLICA



174

ESC. ANA ELENA FERREIRA - 13403/6

ANEXO I AL CONTRATO DE FIDEICOMISO

PLAN DE NEGOCIOS DEL FIDEICOMISO

El Plan de Negocios establece el marco dentro del cual se desarrollará la estrategia del Fideicomiso para cumplir con su fin, y específicamente indicará los requisitos generales que han de reunir los Proyectos a efectos de que el Fideicomiso realice dichas inversiones. De ningún modo podrá interpretarse que los términos y condiciones del Plan de Negocios suponen un compromiso o promesa de que la estrategia prevista será exitosa en su resultado.

I. Proyectos de desarrollo que integrarán el Fideicomiso Financiero

El Fideicomiso desarrollará los siguientes proyectos de vivienda de interés social, de acuerdo a las características que se describen para cada uno de ellos. Los proyectos serán desarrollados en dos inmuebles que serán aportados por los Fideicomitentes y en dos inmuebles que serán adquiridos directamente por el Fideicomiso.

1. Barrio Santa Maria en Las Piedras, Canelones



El Emprendimiento

Las Piedras es una de las ciudades satélite más importante de Montevideo. De acuerdo a los datos el Censo 2011, en Las Piedras viven 71.268 habitantes y existen 24.588 viviendas, representado un ratio de 2.9 habitantes por vivienda. El Fideicomiso prevé desarrollar un barrio residencial en esta ciudad.

El desarrollo se realizará sobre una fracción de aproximadamente 50.000 m2, que actualmente es parte del Padrón Número 15.897 (totaliza 126.702m2), que es de

Handwritten signature

Handwritten mark

propiedad de Nurwoly S.A. y sobre el cual el Fideicomiso ha firmado un boleto de reserva. Sobre la totalidad del predio habrá un sector en donde se implantan conjuntos habitacionales en régimen de propiedad horizontal, desarrollado por el Fideicomiso y otro sector previsto para el loteo y venta de predios de aproximadamente 300 m² (desarrollado por terceros).

El predio está ubicado en una zona de gran crecimiento industrial en constante desarrollo y fue declarado de interés municipal por la Intendencia de Canelones. Tienen accesos y salidas rápidas hacia el centro de Las Piedras, hacia Montevideo y hacia el norte del País por la ruta 5. El proyecto contempla una integración al entorno urbano con frente sobre las calles en ambos casos con una implantación de baja densidad permeable a la trama existente, permite una transición suave entre el espacio público y privado.



El emprendimiento se destaca por su estética moderna, áreas amplias y verdes, el confort de sus casas y el estilo en la determinación de sus espacios internos.

Principales Características

- **Excelente ubicación:** a minutos del centro de la ciudad. Conexión directa con todas las rutas hacia Montevideo y el este del país, anillo perimetral, Zona América. A 25 minutos del puerto de Montevideo y menos de 1.000 mts de la línea de ferrocarril.
- **Transporte público:** acceso a varias líneas transporte público.
- **Escuelas:** Diversas escuelas y liceos tanto públicos como privados en un radio cercano.
- **Servicios:** Proximidad a servicios esenciales tales como hospitales, policlínicas, supermercados, etc.
- Detalle de padrón: 15.897
- El terreno es propiedad de Nurwoly S.A.
- Superficie: 126.702 m² está en proceso de subdivisión.
- Desarrollo urbanístico es de interés municipal.

El proyecto de urbanización fue autorizado por la Intendencia de Canelones en cuanto a su Viabilidad de Uso. Actualmente se está tramitando la subdivisión del predio y posteriormente se solicitarán los permisos de obra y la declaración de interés social por parte de la Agencia Nacional de Vivienda.



175

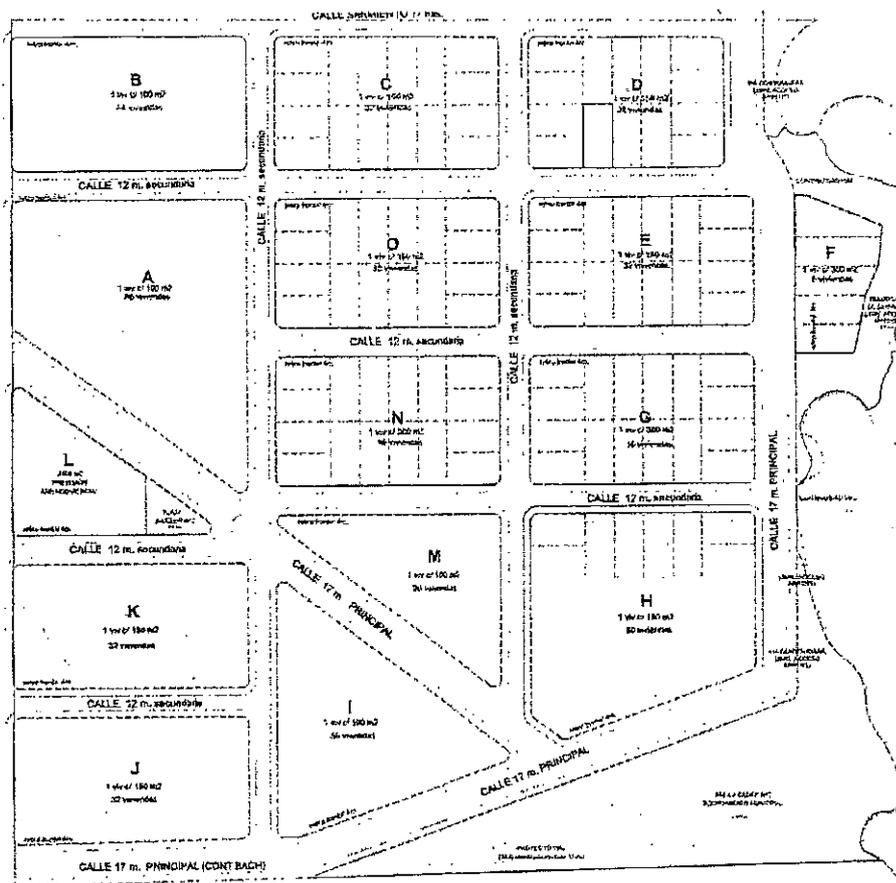
ESC. ANA ELENA FERREIRA - 13403/6

El Producto

De acuerdo a los análisis realizados de la zona y de los ingresos de los posibles compradores se ha proyectado un barrio residencial que cuente con 288 casas.

El proyecto se realizará en 4 fases de obra de infraestructura como se presenta en el siguiente Masterplan, que coinciden con las 4 etapas de construcción de las viviendas del mismo.

Master Plan del Barrio Las Piedras



Los solares A, B, J, K, I y M, en su totalidad y parte del solar H, permanecerán en el patrimonio del Fideicomiso. Una vez finalizado el fraccionamiento y siempre que se esté en condiciones de escriturar, EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A. (Fiduciaria), transferirá nuevamente a Nurwoy S.A., los solares C, D, E, F, G, L, N y O en su totalidad y el remanente del solar H.

[Handwritten signature]

[Handwritten mark]

Etapas 1

Se prevé comenzar cuando se realice la emisión del Fideicomiso y se obtengan todas las autorizaciones correspondientes.

La tipología de construcción de las viviendas prevista para la Etapa 1 es la siguiente:

Topología	m2 construidos	Cantidad de unidades
1 dormitorio	40 m2	24
2 dormitorios	50 m2	36
3 dormitorios	70 m2	12

Sin embargo, la misma puede ser modificada por CasasURU, si a medida que se va realizando el proyecto, se observa mayor demanda de determinada tipología más que de otra.

Etapas 2, 3 y 4

Las Etapas posteriores de este proyecto, están previstas que comiencen 12 meses después de comenzado la etapa anterior.

Es decir las etapas están solapadas y comienzan 12 meses después de la etapa anterior, siempre que se cumpla con la restricción establecida en el Fideicomiso: de que antes de comenzar la etapa siguiente, el 35% de las viviendas de la etapa anterior tienen que haber sido comercializadas, habiéndose escriturado y cobrado el 100% del precio de las mismas.

Cada etapa tiene una duración aproximada de 22 meses, desde que se comienza la obra de infraestructura hasta que se termina de comercializar la última casa.

Las tipologías de las casas de las Etapas 2, 3 y 4 se definirán de acuerdo a la demanda en cada etapa anterior.

2. Barrio "Los Laureles", Salto, Manzana B

El Barrio Los Laureles es un emprendimiento que CasasURU está desarrollando en Salto desde Diciembre 2012 sobre un padrón de 31.440 m2 propiedad de Mulery S.A. La primer etapa (Manzana A) está concluida y una elevado porcentaje de comercialización. La etapa 2 (Manzana C) tiene un 50% de avance y un 40% de comercialización. La experiencia de la empresa basada en casos fácticos ha determinado una gran demanda por unidades de entre 40 y 50 m2. Los posibles compradores forman parte de los clientes posibles de CasasURU. En este sentido,



176

ESC. ANA ELENA FERREIRA - 13403/6

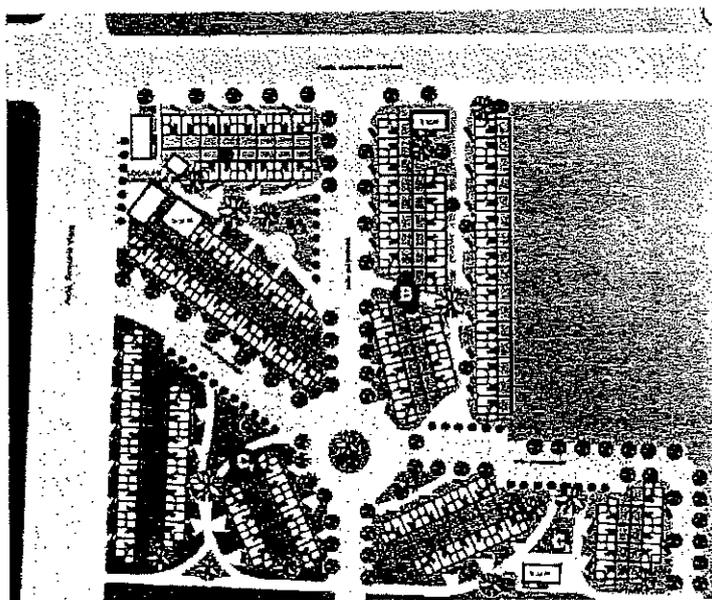
CasasURU cuenta con una base de datos de más de 1.000 clientes potenciales para estas unidades. Dada esta situación es que la empresa planifica desarrollar a través del Fideicomiso la etapa 3 (Manzana B).



El Emprendimiento

Es la tercera etapa (manzana B) de un emprendimiento que se encuentra ya en desarrollo desde fines del año 2012. Tal como se observa en el siguiente Masterplan.

Masterplan del Barrio "Los Laureles", Salto



Manzana A (Etapa 1): 66 unidades de 2 y 3 dormitorios y 5 locales comerciales. Finalización de obra Agosto 2014

Handwritten signature or initials.

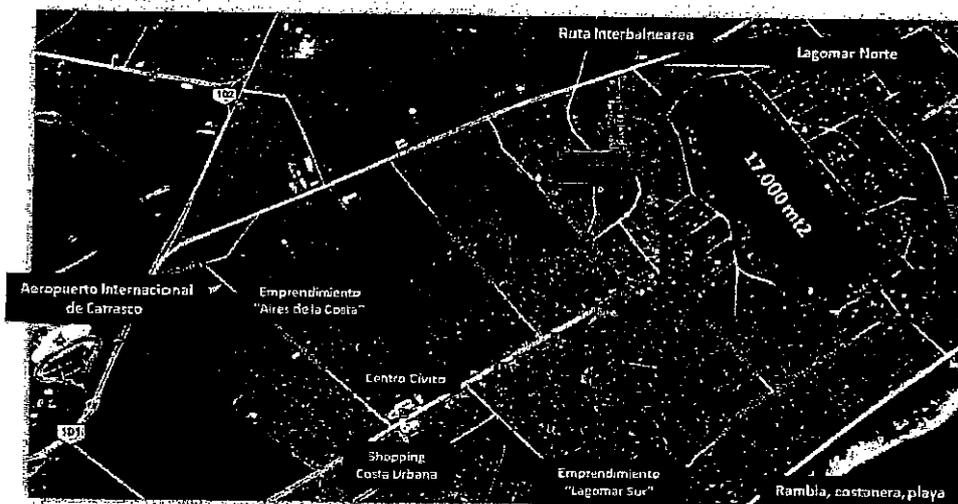
Manzana C2 (Etapa 2): 48 unidades de 2 y 3 dormitorios. Diseños y tipologías más amplias. Construcción en desarrollo

Manzana B (Etapa 3): 64 unidades de 1, 2 y 3 dormitorios en bloques en 2 plantas.

El proyecto de urbanización ya está aprobado y se encuentra en vías de autorización los permisos de obra y posteriormente se solicitará la declaración de interés social por parte de la Agencia Nacional de Vivienda.

Se prevé comenzar con la Manzana B cuando se realice la emisión del Fideicomiso.

3. Barrio "Aires del Lago", Lagomar Norte, Canelones



El Emprendimiento

Se prevé desarrollar un barrio residencial en Lagomar Norte, que integra Ciudad de la Costa, una ciudad satélite importante de Montevideo y en la cual se observa cada vez mayor crecimiento poblacional de sectores medios, lo que significa una importante fuente de demanda de vivienda.

El emprendimiento a realizarse en el predio de referencia es, por sus características y envergadura, una de las obras de mayor relevancia en Ciudad de la Costa conjuntamente con las obras del proyecto ejecutivo de saneamiento, drenaje pluvial y vialidad de la Ciudad de la Costa y el recientemente inaugurado centro cívico.



177

ESC. ANA ELENA FERREIRA - 13403/6

Se destaca el desarrollo de áreas de esparcimiento, incluyendo un lago (que será realizado por la Intendencia) que funcionará como sistema de amortiguación de pluviales necesario para toda la zona.

Se trata de un predio de más 17 hectáreas donde se proyecta realizar la urbanización y el fraccionamiento consolidando con la trama urbana existente hoy en la ciudad.

El emprendimiento se destaca por su estética moderna, áreas amplias y verdes, el confort de sus casas y el estilo en la determinación de sus espacios internos.

Características principales del Proyecto

- El nuevo fraccionamiento integra áreas para la construcción de conjuntos de casas, predios para la construcción de bloques bajos y medios de apartamentos, y predios a la venta a terceros.
- El Fideicomiso será quien lleve adelante la construcción de las obras de infraestructura de todo el predio. El costo de estas obras será el precio que el Fideicomiso pagará por los 35.000 m2 de terreno que se escriturarán al Fideicomiso y donde se desarrollará el proyecto de viviendas.
- Habrá unidades de 1, 2 y 3 dormitorios.
- Detalle de la propiedad: padrones 44.890, 44.891 y 44.892, Ciudad de la Costa, Canelones.
- El predio es de terceros y lo adquirirá el Fideicomiso según se describió anteriormente. CasasURU ya tiene a favor el boleto de reserva y puede cederlo a quien este designe.
- El desarrollo urbanístico es de interés municipal.

El proyecto de urbanización ya fue elevado para la aprobación de la Intendencia de Canelones. Una vez aprobado el mismo, se procederá a solicitar los permisos de obra y la declaración de interés social por parte de la Agencia Nacional de Vivienda.

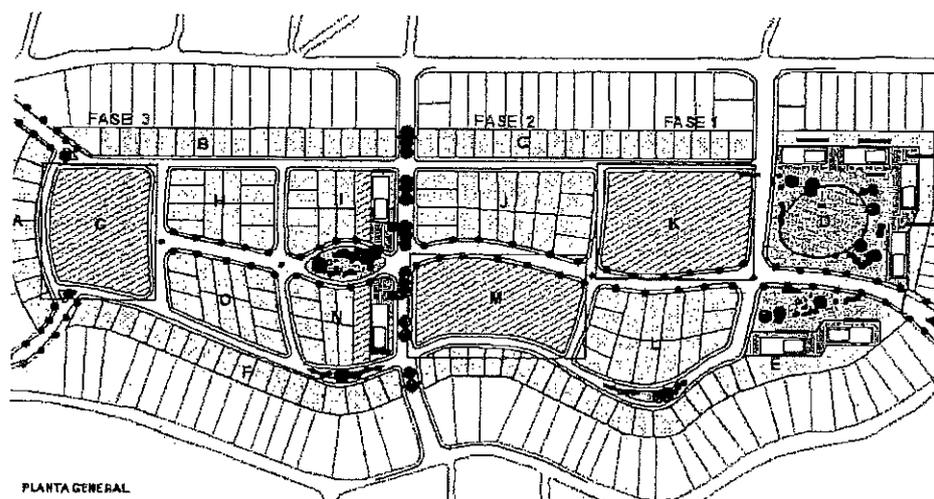
El Producto

De acuerdo a los estudios arquitectónicos y de desarrollo urbanístico, se prevé realizar un barrio residencial que cuente con 320 casas.

El proyecto se realizará en 3 fases de obras de infraestructura como se presenta en el siguiente Masterplan, que incluyen las 4 etapas de construcción de las viviendas del mismo.

4

Masterplan del Barrio "Aires del Lago", Lagomar Norte*



PLANTA GENERAL

(*) Cabe destacar que la Fase 2 de obra de infraestructura tiene incluida las etapas 2 y 3 de construcción de viviendas.

Se prevé comenzar cuando se realice la emisión del Fideicomiso.

La tipología de construcción de las viviendas para la Etapa 1 es la siguiente:

Topología	m2 construidos	Cantidad de unidades
1 dormitorio	40 m2	24
2 dormitorios	50 m2	40
3 dormitorios	70 m2	16

Sin embargo, la misma puede ser modificada por CasasURU, si a medida que se va realizando el proyecto, se observa mayor demanda de determinada tipología más que de otra.

Etapa 2, 3 y 4

Las Etapas posteriores de este proyecto, están previstas que comiencen 12 meses después de comenzado la etapa anterior.

Es decir las etapas están solapadas y comienzan 12 meses después de la etapa anterior, siempre que se cumpla con la restricción establecida en el Fideicomiso; de que antes de comenzar la etapa siguiente, el 35% de las viviendas de la etapa anterior tienen que haber sido comercializadas, habiéndose escriturado y cobrado el 100% del precio de las mismas.

Cada etapa tiene una duración aproximada de 22 meses, desde que se comienza la obra de infraestructura hasta que se termina de comercializar la última casa.

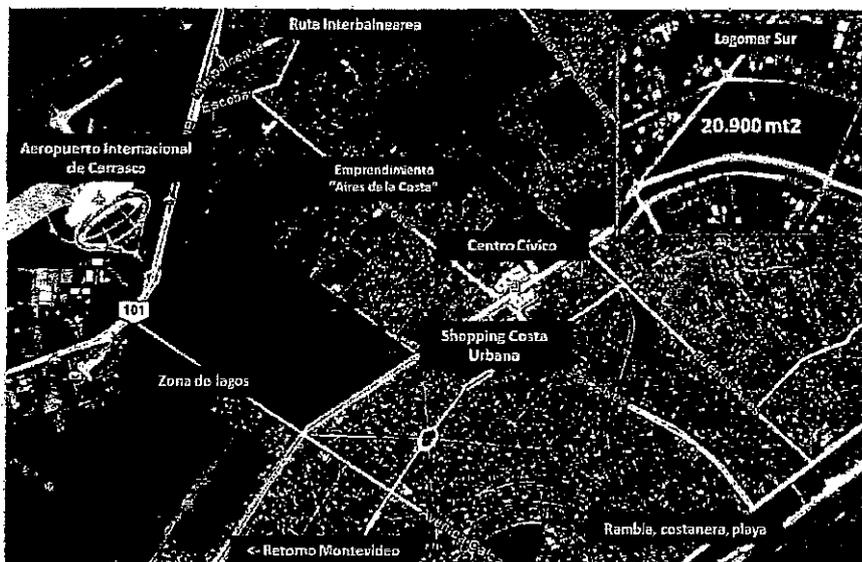


178

ESC. ANA ELENA FERREIRA - 13403/6

Las tipologías de las casas de las Etapas 2, 3 y 4 se definirán de acuerdo a la demanda en cada etapa anterior.

4. Barrio Santa Isabel, Lagomar Sur, Canelones



El Emprendimiento

Se prevé desarrollar un barrio residencial en Lagomar Sur, una zona de mayor expansión habitacional de los últimos años y en donde la propiedad se ha revalorizado fuertemente.

El emprendimiento se destaca por su formidable ubicación, a pocos metros del Centro Comercial Costa Urbana, la cercanía a la playa y a la avenida Giannattasio. El proyecto procura destacarse por su estética moderna, áreas amplias y verdes, el confort de sus casas y el estilo en la determinación de sus espacios internos.

Características principales del Proyecto

- **Cómoda ubicación:** a 30 minutos del centro de la ciudad de Montevideo. A menos de 10 minutos del Aeropuerto, anillo perimetral, ruta interbalnearia, Zona América.
- **Transporte público:** acceso a todas las líneas interdepartamentales por Av. Giannattasio.
- **Escuelas:** Diversas escuelas y liceos tanto público como privado en un radio cercano.
- **Comercios:** Gran variedad de opciones en el Centro Comercial "Costa Urbana" y sobre la Av. Giannattasio.
- **Detalle de padrón:** 46.944 (antes 777), Ciudad de la Costa, Canelones.

Handwritten signature or initials.

Handwritten mark or signature at the bottom right.

- El predio es de terceros y lo adquirirá el Fideicomiso. CasasURU ya tiene a favor el boleto de reserva.

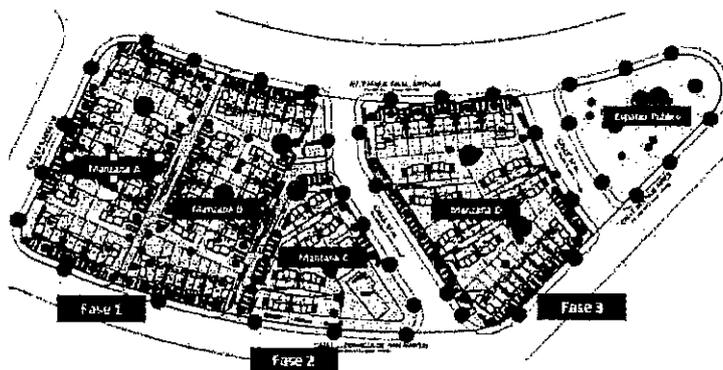
El proyecto de urbanización ya fue elevado para la aprobación de la Intendencia de Canelones. Una vez aprobado el mismo, se procederá a solicitar los permisos de obra y la declaración de interés social por parte de la Agencia Nacional de Vivienda.

El Producto

De acuerdo a la demanda de la zona y la investigación realizada a través de agentes inmobiliarios de la zona se ha desarrollado un proyecto de desarrollo urbanístico, se prevé realizar un barrio residencial que cuente con 126 casas.

El proyecto se realizará en 3 fases de obras de infraestructura como se presenta en el siguiente Masterplan, que coinciden con las 3 etapas de construcción de las viviendas.

Masterplan Barrio Lagomar Sur



Etapa 1

Se prevé comenzar cuando se realice la emisión del Fideicomiso.

La tipología de construcción de las viviendas para la Etapa 1 es la siguiente:

Tipología	m2 construidos	Cantidad de unidades
2 dormitorios	60 m2	0
3 dormitorios	77 - 87 m2	56

Sin embargo, la misma puede ser modificada por CasasURU, si a medida que se va realizando el proyecto, se observa mayor demanda de determinada tipología más que de otra.

Basado en la experiencia de ventas de Aires de la Costa, que se encuentra a corta distancia, se prevé una mayor demanda y rápida comercialización en este proyecto.



179

ESC. ANA ELENA FERREIRA - 13403/6

Etapa 2 y 3

Las Etapas de construcción de viviendas posteriores de este proyecto, están previstas que comiencen 12 meses después de comenzado la etapa anterior.

Es decir las etapas están solapadas y comienzan 12 meses después de la etapa anterior, siempre que se cumpla con la restricción establecida en el Fidecomiso: de que antes de comenzar la etapa siguiente, el 35% de las viviendas de la etapa anterior tienen que haber sido comercializadas, habiéndose escriturado y cobrado el 100% del precio de las mismas.

Cabe destacar que en este proyecto se prevé una mayor demanda y por ende una menor duración de cada etapa (aproximadamente 18 meses), desde que se comienza la obra de infraestructura hasta que se termina de comercializar la última casa.

Las tipologías de las casas de las etapas 2 y 3 se definirán de acuerdo a la demanda en cada etapa anterior.

Handwritten signature or initials.

Handwritten mark or signature.

II. Modelo Financiero

En la elaboración del modelo de Flujo de Fondos se han adoptado los siguientes supuestos:

- **Monto de la emisión:** Hasta UI 140.500.000
 - Certificados de Participación Serie A de oferta pública por hasta UI 135.000.000
 - Certificados de Participación Serie B de oferta privada por hasta UI 5.500.000
- **Desembolsos Parciales:**
 - 10% dentro del Día Hábil siguiente a la fecha de cierre del período de suscripción de la Emisión.
 - A los 30 días corridos de la fecha de emisión, 10% del monto de la emisión.
 - A los 60 días corridos de la fecha de emisión, 20% del monto de la emisión.
 - A los 180 días corridos de la fecha de emisión, 20% del monto de la emisión.
 - A los 240 días corridos de la fecha de emisión, el 40% del monto de la emisión, completando así el 100% del monto de la emisión.
- **Plazo del Fideicomiso:** Variable en función de la comercialización de la última Unidad de los Proyectos, por un plazo de hasta 5 años para el desarrollo y comercialización de las Unidades, y hasta 2 años adicionales para su liquidación. En caso que cumplido el plazo total de 7 años no se haya comercializado la última Unidad de los Proyectos y no se hayan cancelado todos los Gastos del Fideicomiso, los Titulares resolverán en Asamblea por Mayoría Especial de Titulares la prórroga del plazo o la liquidación del Fideicomiso. En ningún caso dicho plazo será mayor al plazo de 30 años establecido en la Ley. Sin perjuicio de lo anterior, el Fideicomiso podrá extinguirse en forma previa, por la imposibilidad absoluta del cumplimiento de los fines para el cual fue constituido, o en caso que los Fideicomitentes no aporten los Inmuebles de acuerdo a lo establecido en la cláusula 3 de este Contrato, y una vez que se devuelvan los fondos aportados a los Titulares y se cancelen los Gastos establecidos en dicha cláusula.
- **Destino de la Inversión:** Construcción y Comercialización de las viviendas en los proyectos mencionados:
 - Proyecto Lagomar Norte, Canelones, compuesto por 4 etapas. Cada etapa tiene 80 casas, totalizando 320 casas.
 - Proyecto Las Piedras, Canelones, compuesto por 4 etapas. Cada etapa tiene 72 casas, totalizando 288 casas.
 - Proyecto Lagomar Sur, Canelones, compuesto por 3 etapas, totalizando 126 casas en total.
 - Proyecto Salto, está compuesto por una sola etapa con la construcción de 64 casas. Cabe destacar, que esta etapa corresponde a la 3era de un proyecto ya construido y comercializado en Salto.
 - Como se mencionó anteriormente la tipología de las casas puede ser modificada por CasasURU, si a medida que se va realizando el



ESC. ANA ELENA FERREIRA - 13403/6

proyecto, se observa mayor demanda de determinada tipología más que de otra.

- **Otras inversiones:** El Fideicomiso no podrá invertir sus recursos en valores no permitidos para los Fondos de Ahorro Previsional. Los Fondos Líquidos podrán ser invertidos por el Fiduciario, únicamente en los siguientes Activos Financieros, que calcen con las necesidades de utilización de fondos en plazos y monedas, según las proyecciones que informe el Administrador:
 - a. Valores emitidos por el Estado Uruguayo o el BCU;
 - b. Valores de renta fija emitidos por organismos internacionales de crédito;
 - c. Valores de renta fija emitidos por gobiernos extranjeros de muy alta calificación crediticia;
 - d. Depósitos en entidades de intermediación financiera locales calificadas en Categoría 1 por el BCU.
- La moneda del Modelo Financiero es la Unidad Indexada (UI). La mayoría de los desembolsos y servicios fueron cotizados en UI, por tanto los pagos se realizarán en Pesos Uruguayos equivalentes a las Unidades Indexadas que correspondan en cada caso de acuerdo a la cotización del día de la UI. Los que fueron cotizados en dólares estadounidenses se convierten a UI en cada momento de pago.

Supuestos del Caso Base del Modelo Financiero:

- Todas las Etapas 1 de los proyectos: Las Piedras, Lagomar Sur y Lagomar Norte y la etapa de Salto está previsto que comiencen con las obras en una vez que se realice la emisión pública y se finalicen los permisos para comenzar a construir.
- Los proyectos que tienen etapa 2 (Las Piedras, Lagomar Sur y Lagomar Norte) está previsto que comiencen 12 meses después de comenzado la etapa 1. Y así sucesivamente, las etapas están solapadas y comienzan con 12 meses luego de comenzada la etapa anterior, si se cumple con la restricción establecida en el Fideicomiso: que el 35% de las viviendas de la etapa anterior tienen que haber sido comercializadas, habiéndose escriturado y cobrado el 100% del precio de las mismas.
- Cada etapa tiene una duración aproximada de 22 meses, desde que se comienza la obra de infraestructura hasta que se termina de comercializar la última casa. Cabe destacar que en Lagomar Sur, la comercialización se prevé un poco más rápida que en los demás proyectos, debido a la demanda exitosa del proyecto de El Pinar realizado por CasasURU, prevé una mayor demanda y rápida comercialización en este proyecto.
- **Tierra**
- Tierra Lagomar Norte: Se canjea por obras de infraestructura.
- Tierra Las Piedras: Es propiedad de Nurwoly S.A. La tierra va a ser aportado al proyecto a cambio de los Certificados de Participación B.
- Tierra de Salto: Es propiedad de Mulery S.A. La misma va a ser aportada al proyecto, junto con los trabajos de infraestructura realizados a cambio de los Certificados de Participación B.

M
V

f

f

- Tierra Lagomar Sur: Se compra el terreno.
- **Costos**
- **Infraestructura** Incluye costos de obra de caminería interna e iluminación. Los trabajos de infraestructura empiezan 2 meses antes del inicio de la construcción de las casas.
- **Costo de Construcción de las casas:** El Fiduciario por cuenta del Fideicomiso firmará un contrato llave en mano con una empresa constructora para cada Etapa de cada proyecto. Antes de comenzar el proyecto, CasasURU licitará el proyecto. En este contrato llave mano, se incluye todo el costo de una casa tipo y estará denominado en UI. El Auditor de obra, realizará informes mensuales de avances de obra y contra estos avances el Fideicomiso desembolsará los importes establecidos en el contrato.
- **Seguridad Social**
- **Honorarios del Administrador:** En compensación por los servicios que el Administrador se obliga a prestar, el Administrador percibirá como retribución la suma de UI 280.184 más IVA por mes, hasta que finalicen todas las obras y se comercialicen todas las Unidades de todos los Proyectos. En caso que se hayan finalizado todas las obras y reste un saldo de menos de 10% de Unidades sin vender, el Administrador dejará de percibir su remuneración. Serán de cargo del Administrador y se encuentran incluidos en la remuneración que recibe, los honorarios de la estructura del equipo de Casasuru que incluye gastos de administración y ventas. También incluye las cargas sociales correspondientes. No están incluidos en los honorarios del Administrador y serán de cargo del Fideicomiso los costos de ingenieros, arquitectos, asesores de obra (incluyendo agrimensor), los costos y honorarios notariales por control de ventas y reglamento de copropiedad, costo de marketing y campañas de publicidad masiva, comisiones de ventas del equipo de Casasuru, permisos de obra y los costos de terceras inmobiliarias.
- **Otros Costos de Asesoramiento*:** El Fideicomiso tendrá otros costos de asesoramiento, que mensualmente se estiman en:
 1. Marketing: UI 59.433
 2. Ingeniería: UI 52.921
 3. Notarial: UI 20.802 más IVA. Los costos de escribanos que pagará el Fideicomiso incluyen: control de escrituras y el reglamento de co-propiedad de los barrios.
 4. Otros Asesores de Obra: UI 11.182
 (*) Estos costos son estimados.
- **Comisión de ventas del equipo de CasasURU:** 0,8% de las ventas más IVA
- **Arquitectura:** representa el 0,7% del costo de obra.
- **Permiso de obra.** Se estima que el permiso de obra son USD 20.000 por etapa. Se prevé que el mismo se pague una vez concluida la obra (estimado en 12 meses después del inicio). El costo será convertido a UI al momento del pago.
- **Costos de Fideicomiso**
- **Agente Fiduciario:** UI 43.500 más IVA



ESC. ANA ELENA FERREIRA - 13403/6

- **Registro en BEVSA:** UI55.000 más IVA al momento de emisión y UI 8.000 más IVA de mantenimiento por año
- **Entidad Representante:** UI 48.000 más IVA por año.
- **Auditoría del Fideicomiso:** USD 10.000 más IVA por año
- **Calificadora de Riesgo:** UI 129.000 más IVA por la calificación inicial más a UI 24.000 más IVA (por única vez) del informe jurídico. Se abonará UI 65.000 más IVA cada seis meses por la calificación semestral.
- **Auditor de Obra:** UI 98.000 más IVA por obra.

- **Ventas y Comisiones:**

- **La pre-venta de las casas:** La pre-venta de las casas la inicia el equipo comercial de CasasURU, junto con el inicio de las obras. La pre-venta se concreta con un pago durante la obra entre 5% y 10% del valor de la casa.
- **Saldo de Precios:** Se completa el precio con la entrega de la casa. Ya sea a través de crédito bancario o con crédito de CasasURU o fondos propios.
- **Los Precios** a los cuáles se comercializarán las casas será el precio máximo autorizado y calculado por la ANV. Sin embargo, cabe destacar que en caso de que haya un pago contado de la casa, se podrán otorgar rebajas de hasta 5%.
- **Comisiones de otras inmobiliarias:** Si otras inmobiliarias intervienen en la comercialización, se abonará la comisión correspondiente.
- **Comisiones y Gastos del Fideicomiso:** Serán de cargo y costo exclusivo del Fideicomiso todos los gastos, tributos y otros costos que se generen para el cumplimiento de la finalidad del Fideicomiso, incluyendo los pagos a la empresas constructoras, las retribuciones del Fiduciario, del Administrador, a la calificadora de riesgo, auditor de obra, inscripción y cotización en BEVSA, Entidad Representante, comisiones de estructuración, costos de Fideicomiso (marketing, campañas de publicidad masiva, ingeniería, otros asesores, costos notariales), el costo de la comisión de venta de CasasURU, costo de arquitectura, los permisos de obra de cada etapa finalizada, los costos de terceras inmobiliarias si intervienen, los gastos comunes de unidades que no se vendan, tarifas de OSE y otros gastos que puedan haber.
- **Cuenta de Reserva:** Es una cuenta bancaria abierta por el Fiduciario a nombre del Fideicomiso en el Banco, en el cual deberá haber en todo momento al menos UI 15.000.000 (quince millones de UI) para hacer frente a posibles desembolsos. La misma se capitalizará con el último desembolso de la emisión. Si la cuenta reserva se utiliza, se deberá recomponer antes de distribuir dividendos.

- **Repago de Capital, Retribuciones a los Certificados de Participación A y B. Distribuciones:**

Los Fondos Netos Distribuibles serán distribuidos entre los Titulares de acuerdo al siguiente mecanismo y orden de prioridad:

- Repago del capital de los Certificados de Participación Serie A
- Repago del capital de los Certificados de Participación de Serie B

- Del remanente, que corresponde a la Utilidad del Fideicomiso:
 - El 88% de la Utilidad del Fideicomiso se distribuirá entre los Titulares de los Certificados de Participación de la Serie A.
 - El 12% de la Utilidad del Fideicomiso se distribuirá entre los Titulares de los Certificados de Participación de la Serie B.
 - Una vez que la TIR (tasa interna de retorno) de los Certificados de Participación Serie A alcance el 20% anual (la cual será calculada mensualmente por el Fiduciario), el Administrador tendrá derecho a cobrar honorario de éxito equivalente al 10% de la Utilidad del Fideicomiso, y el remanente se alojará de la siguiente manera:
 - o el 65% a los Titulares de los Certificados de Participación Serie A, y
 - o el 35% a los Titulares de los Certificados de Participación Serie B.
 - El Fiduciario procederá a informar a los Titulares cuando se alcance la TIR anual de 20%, procediendo a retener en un fondo de reserva el equivalente al honorario de éxito pactado a favor del Administrador, retención que será realizada en forma mensual en la medida que el cálculo de la TIR anual confirme el objetivo de 20%.
 - En la fecha de terminación del Fideicomiso (o antes si una Mayoría Especial de Titulares lo aprueba), el Fiduciario procederá a pagar el honorario de éxito al Administrador, calculado a dicha fecha, utilizando los fondos mantenidos en la cuenta de reserva. Los fondos mantenidos en el fondo de reserva podrán ser invertidos en instrumentos en UI o Pesos Uruguayos emitidos por el Estado Uruguayo o el BCU, con un plazo máximo de 2 años.
 - En caso de exceso de fondos en dicho fondo de reserva, los mismos serán distribuidos de acuerdo a la participación establecida, así como si hubiera faltante de fondos para el pago de la comisión de éxito se utilizarán los fondos operativos remanentes para compensar al Administrador.
 - El Fiduciario será el encargado de calcular mensualmente la TIR (Tasa Interna de Retorno) y anualizarla todos los meses. El cálculo de la misma tendrá en cuenta los desembolsos iniciales en etapas tal cual está previsto y los flujos que mensualmente recibirán los Titulares de Certificados de Participación Serie A de acuerdo a la distribución pactada.
 - La TIR es igual a "t" y se calculará como:

$$0 = -\sum_{i=0}^T D_i \times (1+t)^{\left(\frac{i}{365}\right)} + \sum_{j=0}^T E_j \times (1+t)^{\left(\frac{j}{365}\right)}$$

"D_i": significa el monto pagado por un Inversor en el día i siguiente a la Fecha de Inversión (cualquier tipo de pago: acciones, bonos, préstamos, etc.).

"E_j": significa el monto neto recibido por un Inversor en el día j, siguiente a la Fecha de Inversión (cualquier tipo de cobro: venta de acciones, repago de préstamos, repago de bonos, comisiones, etc.); neto de impuestos a la renta u otros impuestos similares a ser pagados por el Inversor.



PAPEL NOTARIAL DE ACTUACIÓN

Fa N° 902333



182

ESC. ANA ELENA FERREIRA - 13403/6

"T" : significa el número de días entre la Fecha de Inversión y la fecha de salida de la inversión en una empresa por parte del Inversor.

III. Términos y condiciones indicativas para los contratos de arrendamiento de obra con empresas constructoras

El siguiente es un resumen indicativo de los términos y condiciones que usualmente se exigen a las empresas constructoras para los contratos de arrendamiento de obra, en función de la experiencia del Administrador.

Estos términos y condiciones no son taxativos sino que se incluyen a título de ejemplo ya que las condiciones finalmente acordadas dependerá de los términos que se negocien en cada oportunidad con las empresas constructoras.

Documentos que forman parte del contrato

Forman parte integrante e indivisible del contrato los siguientes documentos:

- a) Planos de Construcción y memorias constructivas
- b) Propuesta del Contratista
 - a. Planilla de Cotización (Rubrado)
 - b. Plan de trabajos
 - c. Aclaraciones y exclusiones
- c) Plan de Trabajo, Cronogramas de avance de obra generados por el Contratista y aprobado por la Dirección de Obra
- d) Acta de iniciación de obra
- e) Planos y planillas que confeccione el Contratista y sean aprobados por la Dirección de Obra, y aquellos planos complementarios que la Dirección de Obra entregue al Contratista durante la ejecución de la obra.
- f) Actas de las reuniones entre la Dirección de Obra, el Contratista y el Propietario.
- g) Ordenes de servicios emitidas por la Dirección de Obra asentadas en el libro de obra o comunicadas por carta, mail o fax al Contratista, sean estas en forma escrita o dibujada; notas de pedidos del Contratista; correspondencia intercambiada por cualquier medio escrito con la Dirección de Obra por parte del Contratista; planes de trabajo y gráficos de inversiones que puedan modificarse a consecuencia de prórrogas que pudieran acordarse.

De toda la documentación referida se firmaran dos ejemplares por ambas partes (Propietario y Contratista) con la intervención necesaria de la Dirección de Obra, quien suscribirá la documentación.

Documentación accesoria

Sin perjuicio de la documentación referida precedentemente se considera documentación accesoria, y como tal, igualmente parte integrante e indivisible de este contrato la siguiente:

- a) La orden de la iniciación de la obra que el Propietario y/o Director de Obra impartirá al Contratista por escrito.
- b) Los planes de trabajos y los de inversiones modificativas del cronograma de avance de obra e inversiones, aprobados por la Dirección de Obra.
- c) Los comprobantes de trabajos adicionales.
- d) Los comprobantes de prórroga de plazos contractuales que pueda otorgar el Propietario.
- e) El libro de obra.



ESC. ANA ELENA FERREIRA - 13403/6

- f) La correspondencia vía epistolar, mail o por facsímil intercambiada entre el Contratista y la Dirección de Obra y todo otro documento intercambiado entre las partes de este Contrato.

Objeto del contrato

El Propietario comete al Contratista, quien en tal carácter acepta la realización de la obra bajo la modalidad "llave en mano" consistente en la construcción de XX viviendas con la caminería interior a su predio, según los planos y memoria descriptiva

Precio

Se intentara establecer en UI, con montos máximos de BPS. EL IVA se cancelará mediante la presentación de certificados emitidos por la Dirección General Impositiva otorgados en relación a la promoción del Proyecto en el marco del régimen de Vivienda de Interés Social.

Dicho precio incluirá mano de obra, materiales, beneficio, gastos generales del Contratista, todos los rubros presupuestados como subcontratos según se indica en la propuesta del Contratista, así como la totalidad de las providencias constructivas, administrativas y financieras, manejo y coordinación de subcontratos y ayuda a los gremios que sean necesarios para la ejecución de los trabajos, y de los materiales presupuestados de la calidad establecida en los recaudos para la correcta ejecución de la obra.

El Propietario tendrá derecho en cualquier momento durante la ejecución de la obra a acopiar materiales que se deban emplear en la misma y a contratar directamente subcontratos y los materiales que estos deban emplear. En este último caso, los ahorros generados se compartirán en un % a definir entre el propietario y la contratista.

Solamente serán reconocidos como adicionales aquellos trabajos que fueren expresamente ordenados por escrito por el Propietario y comunicados por la Dirección de Obra, en cuyo caso se establecerá un plazo para su realización.

Forma de pago -

1) **Anticipos:** El Propietario abonará entre 10% y 20% de anticipo. La contratista deberá otorgar los correspondientes avales bancarios emitidos por una entidad local de primera línea previamente aprobada por el Propietario, por los montos de Anticipos con anterioridad a que los mismos se desembolsen.

2) **Certificado de Obra** - El precio será abonado mediante certificaciones de obra mensuales.

3) **Contenido del Certificado de Obra** - El Contratista confeccionará el Certificado de Obras realizadas efectivamente en forma mensual (durante el mes calendario anterior) y el acumulado, detallando:

- a) Certificado hecho de acuerdo a los trabajos realizados y adheridos efectivamente a la obra en dicho mes, a precio de Contrato, con indicación de los cómputos métricos y los precios unitarios contenidos en la Propuesta;
- b) Certificados de obras extraordinarias (adicionales) efectuadas por orden escrita de la Dirección de Obra y autorizadas por el Propietario

Las obras que no sean incluidas en el Certificado deberán agregarse en el Certificado siguiente.

Fondo de garantía

El Contratista deberá integrar un Fondo de Garantía de fiel cumplimiento, el cual se formará mediante una retención de al menos 5% (cinco por ciento) sin incluir impuestos, leyes sociales ni aportes de seguridad social de cada Certificado de Obra que presente el Contratista.

La garantía de fiel cumplimiento del Contrato no libera al Contratista de las responsabilidades que establece el art. 1844 del Código Civil.

Esta póliza será reintegrada al Contratista una vez completada la Recepción Final de la Obra.

Plazo

La Contratista se obliga a finalizar las obras en un plazo de XX meses y a cumplir estrictamente con el Cronograma de Avance de Obra que forma parte integrante del Contrato.

Los plazos estipulados solo podrán ser prorrogados por razones de fuerza mayor, autorizados por la Dirección de Obra y el Propietario y con la condición de que el pedido de prórroga que efectúe el Contratista deberá ser debidamente fundamentado y que sea formalizado dentro de la semana calendario posterior a aquella en que se produce la causal.

El Contratista deberá cumplir con los hitos parciales con la entrega de las distintas tiras de viviendas de cada etapa de cada barrio.

Vicios de construcción aparentes

Cuando la Dirección de Obra durante la ejecución de las mismas y/o a la recepción provisoria o definitiva advierta vicios de construcción en ellas, podrá disponer que la Contratista proceda a demoler y reconstruir sin que le sirva de excusa ni le dé derecho a reclamo alguno, el hecho de que la Dirección de Obra hubiera inspeccionado estos trabajos anteriormente sin observaciones.

Vicios de construcción ocultos

Si el Director de Obra tuviera motivos para sospechar la existencia de vicios de construcción ocultos en la obra ejecutada, ordenará en cualquier tiempo o antes de la recepción provisoria, los trabajos que sean necesarios para reconocer si efectivamente existen. Los gastos que se originen serán de cuenta de la Contratista si los vicios existen; en caso contrario serán de cargo del Propietario debiéndose en este caso prórrogar los plazos por el mismo tiempo que insuma la demolición, desmontaje, exámenes y reconstrucciones realizadas.

Seguros

- 1) El Contratista será responsable por los daños y perjuicios de cualquier naturaleza que por actos u omisiones de su personal o por los efectos de las máquinas, equipos o implementos por ellos accionados pueda ocasionar a su propio personal,



ESC. ANA ELENA FERREIRA - 13403/6

- a los de subcontratistas, al Propietario, a la Dirección de la Obra o a terceros dentro o fuera del recinto de la obra.
- 2) El Contratista deberá mantener durante todo el tiempo que dure la obra a su personal asegurado contra accidente de trabajo en el Banco de Seguros del Estado.
 - 3) El Contratista deberá además adoptar las medidas de seguridad vigentes, así como mantener, en el recinto de la obra un botiquín con material adecuado para primeros auxilios.
 - 4) El Contratista deberá contratar un seguro de responsabilidad civil y de todo riesgo construcción para cubrir los daños eventuales a terceros.
 - 5) La Contratista deberá asegurar en el Banco de Seguros del Estado u otra entidad que sea de conformidad del Propietario, los acopios de materiales que se efectúen debiendo ceder al Propietario la póliza de seguro contratado.

Cesión de Contrato

No podrá la Contratista traspasar ni ceder de ninguna forma el Contrato, en todo ni en parte, sin consentimiento expreso y por escrito del Propietario y de acuerdo a las condiciones que éste fije.

Rescisión del contrato por parte del Propietario

El Propietario podrá dar por rescindido el Contrato automáticamente y de pleno derecho sin necesidad de interpelación judicial o extrajudicial alguna en caso de verificarse cualquiera de las siguientes condiciones resolutorias respecto de la Contratista:

- a. En caso que la Contratista solicite concordato, moratoria, quiebra o liquidación judicial.
- b. Cuando la Contratista incurra en grave negligencia o grave contravención a cualquiera de las obligaciones que asume en virtud de este Contrato y/o de la documentación anexa.
- c. Cuando se exceda injustificadamente a juicio del Director de la Obra en la iniciación de la misma.
- d. Cuando las órdenes dadas por la Dirección de Obra se incumplan parcial o totalmente, o se cumplan tardíamente, entendiéndose por esto último cuando el atraso provoca un entorpecimiento en el ritmo normal de la obra.
- e. Cese total o parcial de los trabajos con más de 15 (quince) días seguidos o 30 (treinta) alternados, salvo causa de fuerza mayor.
- f. Ritmo lento en la ejecución de los trabajos que haga presumir a la Dirección de Obra que la misma no podrá concluirse en el plazo pactado. Se computa ritmo lento cuando la certificación mensual real de la obra difiere en más de un 30 % (treinta por ciento) con la certificación de obra teórica para la etapa mensual correspondiente, evaluada conforme cronogramas de avance de obra y de inversiones.
- g. Si a la fecha de vencido el plazo contractual, con sus prórrogas si las hubiera, lo ejecutado por la Contratista resulte inferior al 90 % (noventa por ciento) del monto total o precio del contrato.
- h. Si la obra prosigue más allá del plazo contractual o de sus prórrogas, cuando el atraso sea tal que el monto de la multa a aplicar conforme a la cláusula cuadragésimo del Contrato supere el 10% (diez por ciento) del monto del Contrato.
- i. Si la Contratista cedere total o parcialmente las obligaciones y derechos emergentes de este Contrato sin la previa autorización por escrito del Propietario.

Efectos de la rescisión por parte del Propietario

La rescisión del Contrato en los términos y las causales de la cláusula precedente, tendrá las siguientes consecuencias:

- a) el Contrato se rescinde de pleno derecho por culpa del Contratista
- b) el Propietario tendrá derecho a percibir como única indemnización por todo concepto la suma del 10% del precio total del contrato más el juego completo de moldes, además de los adelantos que hubiese realizado por cualquier concepto. El Contratista no podrá ejercer derecho de retención sobre la obra y/o los materiales acopiados renunciando desde ya al ejercicio de tal derecho.

Multa por atraso.

En caso de atrasos respecto del cumplimiento de los plazos de finalización de obra y/o la duración total del plazo contractual, el Contratista se hará pasible de una multa diaria. También deberá hacerse cargo de los costos adicionales incurridos por virtud de dicho atraso, incluidos los trabajos de administración del Propietario, durante dicho período.

El no cumplimiento de las entregas pactadas implicará que no se le podrá aplicar a la cuota parte atrasada, ninguna actualización paramétrica ni indexación posterior a la fecha original- con sus correspondientes ampliaciones en caso de que corresponda- de vencimiento de ese hito parcial (según lo establecido en la cláusula décimo primero).

Dicho atraso se entenderá configurado de pleno derecho, por el solo vencimiento de los plazos establecidos, sin necesidad de interpelación judicial o extrajudicial alguna por parte del Propietario.



PAPEL NOTARIAL DE ACTUACIÓN

Fa N° 902336



185

ESC. ANA ELENA FERREIRA - 13403/6

ANEXO II AL CONTRATO DE FIDEICOMISO

BOLETOS DE RESERVA

[Handwritten signature]

[Handwritten mark]



186

ESC. ANA ELENA FERREIRA - 13403/6

BOLETO DE RESERVA

En la ciudad de Montevideo el ocho de mayo de dos mil quince, entre; POR UNA PARTE: Mariela Pereira Freda, uruguaya, mayor de edad, titular de la cédula de identidad número 1.651.900-3, domiciliada a estos efectos en la calle Juncal número 1392 de la ciudad de Montevideo, en su calidad de apoderada general y en nombre y representación de MULERY SOCIEDAD ANÓNIMA, persona jurídica inscrita en el Registro Único Tributario de la Dirección General Impositiva con el número 21 685655 0018, con domicilio en la ciudad de Montevideo y sede actual en Juncal número 1392, (en adelante llamada la enajenante); y POR OTRA PARTE: Sandra Gonzalez Vila, mayor de edad, titular de la cédula de identidad número 1.743.779-3, con igual domicilio a estos efectos que su representada, en su calidad de vice presidente y en nombre y representación de EF ASSET MANAGEMENT ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSION SOCIEDAD ANÓNIMA, persona jurídica hábil, inscrita en el Registro Único Tributario de la Dirección General Impositiva con el número 21 476953 0012, con domicilio a estos efectos en la calle Juncal número 1392 de la ciudad de Montevideo, quien actúa en su calidad de Fiduciaria del Fideicomiso Financiero denominado "FIDEICOMISO FINANCIERO CASASURU DE DESARROLLO DE VIVIENDAS DE INTERÉS SOCIAL I", con domicilio a estos efectos en la calle Juncal número 1392 de la ciudad de Montevideo, (en adelante también llamada la adquirente), QUIENES CONVIENEN EN CELEBRAR EL SIGUIENTE CONTRATO:

Primero. Antecedentes.

I) MULERY S.A., manifiesta ser propietaria del siguiente bien inmueble: solar de terreno baldío, ubicado en la localidad catastral Salto, zona urbana, del departamento de Salto, empadronado con el número treinta y cinco mil quinientos noventa y tres (35.593), antes en mayor área con el número 35.443, el que según plano de mensura y fraccionamiento del Ingeniero Agrimensor Jorge R. Lanza, del 17 de septiembre de

2012, inscripto en la Dirección Nacional de Catastro, Oficina Delegada de Salto, el 12 de octubre de 2012, con el número 11.870, se señala como el solar número "3" y consta de una superficie de seis mil quinientos quince metros cincuenta y cinco decímetros (6.515 metros 55 decímetros), que se deslindan así: al Oeste, 109 metros 15 centímetros, de frente a Calle número 1; al Norte, 48 metros 77 centímetros, también de frente por ser esquina a la Avenida Apolon de Mirbeck, uniendo ambos frentes ochava recta de 5 metros de extensión; al Este, 127 metros 63 centímetros, lindando con el padrón número 35.444 y al Sur, 41 metros 51 centímetros, de frente a Calle número 2, estando unido este frente con el frente Oeste, por ochava curva de 17 metros 48 centímetros de desarrollo; en adelante denominado EL INMUEBLE.

II) Dicho bien, en mayor área (padrón número 35.443), lo hubo la enajenante por título compraventa y modo tradición del matrimonio en únicas nupcias formado por Germán Joaquín Gaudín Correa y Ana María Gallero Etcheverriborda, según escritura de Compraventa, que en la ciudad de Montevideo, el 17 de abril de 2012, autorizó la Escribana Alexandra Rovere Ruiz, cuya primera copia se inscribió en el Registro de la Propiedad, sección Inmobiliaria de Salto, con el número 964 el 25 de abril de 2012 en forma provisoria y el 8 de mayo de 2012 en forma definitiva.

III) Según documento privado de fecha 11 de diciembre de 2014, cuyas firmas certificó y protocolizó en la fecha indicada la Escribana Ana Elena Ferreira, EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A. (Fiduciaria), Nurwoly S.A. y Mulery S.A. (Fideicomitentes), constituyeron el Fideicomiso Financiero denominado "Fideicomiso Financiero Casasuru de Desarrollo de Viviendas de Interés Social I" con la finalidad de desarrollar proyectos de viviendas de interés social y su comercialización. De dicho Contrato surge como obligación de los Fideicomitentes (entre ellos Mulery S.A.), aportar al patrimonio del Fideicomiso el padrón de su propiedad número 35.593, antes padrón número 35.443 en mayor área, de la localidad catastral Salto, departamento de Salto, relacionado más ampliamente en el numeral I) de la presente cláusula.

IV) Según documento privado de fecha 6 de mayo de 2015, cuyas firmas certificó en igual fecha la Escribana Alexandra Rovere y protocolizó la indicada escribana; EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A. (Fiduciaria), Nurwoly S.A. y Mulery S.A. (Fideicomitentes), acordaron modificar el Fideicomiso Financiero denominado "Fideicomiso Financiero Casasuru de Desarrollo de Viviendas de Interés



187

ESC. ANA ELENA FERREIRA - 13403/6

Social P', relacionado en la cláusula que antecede. De dicha Modificación de Contrato surge como obligación de los Fideicomitentes (entre ellos Mulery S.A.), aportar al patrimonio del Fideicomiso el padrón de su propiedad número 35.593, antes padrón número 35.443 de la localidad catastral Salto, departamento de Salto, relacionado más ampliamente en el numeral I) de la presente cláusula.

Segundo. Objeto.

La enajenante se obliga a celebrar un contrato en el cual ENAJENE libre de cualesquiera obligaciones, impedimentos, deudas, gravámenes y cosas a la adquirente, quien en tales conceptos se obliga también a celebrar un contrato por el cual ADQUIERA, con destino al patrimonio fiduciario, la propiedad y posesión de EL INMUEBLE en las condiciones antes mencionadas, con todas las mejoras que contenga. Quedarán comprendidos en el objeto de este contrato, sin modificación de las condiciones, los sobrantes de área que pudieran arrojar mensuras anteriores o posteriores.

Tercero. Obligaciones de la enajenante.

Son obligaciones de la enajenante:

3.1. Entregar a la Escribana designada por la adquirente, en el plazo de cinco (5) días hábiles, contados a partir de hoy, los títulos de propiedad y antecedentes dominiales por los últimos treinta (30) años, planos de mensura, planos antecedentes y toda otra documentación necesaria para completar el estudio de títulos, de acuerdo con los usos y costumbres para la compraventa de inmuebles en la República Oriental del Uruguay.

3.2. Entregar por lo menos cinco (5) días hábiles antes del otorgamiento de la enajenación, toda la documentación necesaria según la legislación vigente y los usos y costumbres para dicho otorgamiento en la República Oriental del Uruguay, en especial: recibos de pago de impuestos de contribución inmobiliaria, impuesto de enseñanza primaria, tributos, servicios instalados en EL INMUEBLE y cualquier otro impuesto que lo grave.

3.3. Entregar por lo menos cinco (5) días hábiles antes del otorgamiento de la enajenación los certificados especiales del Banco de Previsión Social y Certificado Único Departamental que habiliten a la enajenante para dicho otorgamiento, así como declaración jurada y recibo de pago de Impuesto al Patrimonio, éstos últimos si

Handwritten initials and signatures on the left margin.

Handwritten signature on the right margin.

Handwritten mark at the bottom right corner.

correspondieren.

3.4. Realizar la entrega de EL INMUEBLE de acuerdo a las condiciones pactadas en el presente contrato, libres de ocupantes a cualquier título y cosas.

3.5. Realizar el ofrecimiento de EL INMUEBLE a la Intendencia Municipal de Salto a los efectos de dar cumplimiento al artículo 66 de la ley 18.308, si correspondiere.

3.6. Otorgar la escritura de enajenación en la ciudad de Montevideo dentro del plazo de sesenta (60) días contados a partir de la emisión de los certificados de participación conforme a lo establecido en el Contrato de Fideicomiso relacionado en la cláusula Primera.

Cuarto. Estado del Bien -- Entrega.

EL INMUEBLE se entregará a la adquirente conjuntamente con el otorgamiento de la escritura de enajenación.

En caso que la enajenante no permitiera la toma de posesión en la fecha pactada, y/o uso, y/o goce de EL INMUEBLE se generará una multa a favor de la adquirente de Dólares de los Estados Unidos de América quinientos (US\$ 500) por cada día de atraso y/o privación del uso y goce, salvo caso fortuito o fuerza mayor que impidiera a la enajenante, contra voluntad de ésta, a cumplir con la entrega en las condiciones aquí pactadas.

Quinto. Otorgamiento de la escritura.

La escritura de enajenación se otorgará dentro de un plazo máximo de sesenta (60) días a contar de la emisión de los certificados de participación conforme a lo establecido en el Contrato de Fideicomiso relacionado, en la ciudad de Montevideo, siempre que:

5.1. Los títulos de propiedad, antecedentes dominiales y planos de mensura fueren buenos y/o suficientes a juicio de la adquirente. Si ésta formulare observaciones que no fueran compartidas por la enajenante, la adquirente podrá desistir de este contrato, sin responsabilidad alguna para las partes.

Si en los títulos de propiedad de los últimos treinta (30) años, existiera el título donación y no hubieren transcurrido 4 años desde la muerte del donante, o si el escribano de la futura adquirente constatare a su juicio la eventual existencia de enajenaciones que hagan presumir el inicio de una acción pauliana o simulatoria, o una eventual acción por lesión, o existieran embargos a cónyuge no administrador, la futura



Fa N° 902339



188

ESC. ANA ELENA FERREIRA - 13403/6

adquirente tendrá la opción de seguir adelante con el negocio proyectado o resolver éste contrato sin responsabilidad para ninguna de las partes.

5.2. Los certificados de los Registros Públicos de la Propiedad Inmobiliaria, de Actos Personales, de la Propiedad Mobiliaria sección Prendas sin Desplazamiento, y demás certificados que se soliciten por el bien y sus titulares (de acuerdo a los usos y costumbres para la compraventa de inmuebles en la República Oriental del Uruguay), resulten libres de inscripciones que afecten al bien o a sus titulares dominiales en los períodos que correspondan. Si surgieren inscripciones, la enajenante se obliga a cancelarlas dentro de los quince (15) días siguientes a que tal situación le fuera notificada por la adquirente. Si así no lo hiciera, la adquirente podrá, a su exclusiva opción desistir de la obligación asumida sin responsabilidad alguna para ninguna de las partes contratantes, sin perjuicio de lo establecido en la cláusula Séptima.

5.3. El bien no esté sujeto o pendiente de expropiación total o parcial, afectaciones por ensanches, servidumbres, declaraciones de constituir patrimonio histórico por parte del Municipio o del Estado, y cualquier otro estado, situación o declaración que afecte o esté relacionada con EL INMUEBLE o con sus titulares y que de acuerdo al criterio fundado de la adquirente, implique actualmente o en el futuro un menoscabo al derecho de propiedad que aquella pretende adquirir, o cualquier otra limitación al uso y goce de EL INMUEBLE. En caso contrario, la adquirente podrá desistir de la obligación asumida sin responsabilidad alguna.

Sexto. Tributos y Gastos.

Los tributos sobre la tierra, incluido el impuesto de Contribución Inmobiliaria, impuesto de Enseñanza Primaria, aportes al Banco de Previsión Social y todos los consumos por los servicios instalados en EL INMUEBLE y cualquier otro impuesto que exista ahora o pudiera existir al momento de la enajenación y entrega, serán de cuenta de la enajenante hasta el día de la entrega y de la adquirente a partir de dicha fecha.

Séptimo. Depósito en garantía.

En garantía de las obligaciones asumidas, la enajenante, deposita en manos de la Escribana Alexandra Rovere (FERRERE), con domicilio en la calle Juncal 1392, Montevideo, la suma de \$ 330.000 (Pesos Uruguayos trescientos treinta mil) quien la recibe en tal concepto, asumiendo las obligaciones de depositaria hasta el otorgamiento

de la enajenación. Dicha suma se destinará a cubrir los gastos que se generen en caso de que se incumpla con la obligación de escriturar dentro del plazo pactado, y será liberada siempre por la depositaria, de acuerdo a las siguientes instrucciones: a) la suma será entregada directamente a la adquirente, si no se escritura en el plazo de 60 días establecido para otorgar la escritura de enajenación (cláusula 3.6), sin importar la causa del incumplimiento; b) para el caso de otorgarse la escritura de enajenación dentro del plazo establecido, la suma será entregada a la parte enajenante simultáneamente con el otorgamiento de la escritura definitiva, liberando las partes desde ya a la depositaria, en ambos casos, de toda responsabilidad.

Octavo.

Las partes resolverán cualquier diferencia, desavenencia o controversia que se presente, en forma amigable y en base a negociaciones de buena fe. Si no fueran resueltas de esta forma, en un plazo de 30 días a partir de que las mismas fueran comunicadas por una de las partes, se resolverá sin responsabilidad para ninguna de las partes, sin perjuicio de lo establecido en la cláusula Séptima.

Noveno. Convenciones.

Las partes acuerdan que:

- 9.1. La mora se producirá de pleno derecho por el solo vencimiento de los plazos acordados;
- 9.2. Constituyen domicilios especiales en los indicados como suyos en la comparecencia;
- 9.3. La indivisibilidad del objeto de las obligaciones pactadas y la solidaridad activa y pasiva;
- 9.4. El telegrama colacionado u otro medio idóneo (notificación por acta notarial o comunicación escrita con acuse de recibo) como forma fehaciente de notificación entre las partes.
- 9.5. Que todos los plazos pactados y los necesarios para el cumplimiento de las obligaciones asumidas se prorrogarán automáticamente en caso de paros y/o huelgas que impidan la obtención de la documentación necesaria para el otorgamiento de la escritura y por el mismo plazo que lleven dichas medidas, así como por causas de fuerza mayor.



ESC. ANA ELENA FERREIRA - 13403/6

Décimo. Confidencialidad.

Ambas partes se comprometen a mantener la confidencialidad de toda la información manejada en virtud de este contrato.

EN SEÑAL DE CONFORMIDAD SE SUSCRIBEN TRES EJEMPLARES DE UN MISMO TENOR EN EL LUGAR Y FECHA ARRIBA INDICADOS Y SE DEJA SOLICITADA LA CERTIFICACION NOTARIAL DE LAS FIRMAS.

Por Murlery S.A.

Mariela Pereira Freda

Por EF Asset Management Administradora
De Fondos de Inversión S.A.

Depositaria

Esc. Alexandra Rovere



ESC. ANA ELENA FERREIRA - 13403/6

BOLETO DE RESERVA

En la ciudad de Montevideo el ocho de mayo de dos mil quince, entre; POR UNA PARTE: Mariela Pereira Freda, uruguaya, mayor de edad, titular de la cédula de identidad número 1.651.900-3, domiciliada a estos efectos en la calle Juncal número 1392 de la ciudad de Montevideo, en su calidad de apoderada general y en nombre y representación de NURWOLY SOCIEDAD ANÓNIMA, persona jurídica inscrita en el Registro Único Tributario de la Dirección General Impositiva con el número 21 680885 0015 con domicilio en la ciudad de Montevideo y sede actual en Juncal número 1392, (en adelante llamada la enajenante); y POR OTRA PARTE: Sandra Gonzalez Vila, mayor de edad, titular de la cédula de identidad número 1.743.779-3, con igual domicilio a estos efectos que su representada, en su calidad de vicepresidente y en nombre y representación de EF ASSET MANAGEMENT ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSION SOCIEDAD ANÓNIMA, persona jurídica hábil, inscrita en el Registro Único Tributario de la Dirección General Impositiva con el número 21 476953 0012, con domicilio a estos efectos en la calle Juncal número 1392 de la ciudad de Montevideo, quien actúa en su calidad de Fiduciaria del Fideicomiso Financiero denominado "FIDEICOMISO FINANCIERO CASASURU DE DESARROLLO DE VIVIENDAS DE INTERÉS SOCIAL I", con domicilio a estos efectos en la calle Juncal número 1392 de la ciudad de Montevideo, (en adelante también llamada la adquirente), QUIENES CONVIENEN EN CELEBRAR EL SIGUIENTE CONTRATO:

Primero. Antecedentes.

D) NURWOLY S.A., manifiesta ser propietaria del siguiente bien inmueble: solar de terreno baldío, ubicado en la localidad catastral Las Piedras, zona urbana, del departamento de Canelones, empadronado con el número QUINCE MIL OCHOCIENTOS NOVENTA Y SIETE (15.897), antes en mayor área con el número 11.397, el que según plano de mensura del Agrimensor Julio J. Casaravilla Escalada, de

Handwritten signatures and initials on the left margin.

Handwritten signature on the right margin.

enero de 1971, inscripto en la Dirección General de Catastro y Administración de Inmuebles Nacionales, el 15 de enero de 1971, con el número 15.359, se señala con la letra B y consta de una superficie de doce hectáreas seis mil setecientos dos metros trece decímetros (12 hectáreas 6.702 metros 13 decímetros), que se deslindan así: al Oeste, 358 metros 40 centímetros, de frente a Camino de 10 metros de ancho; al Norte, 333 metros 70 centímetros, de frente a Camino Público por ser esquina; al Este, el Arroyo San Isidro y al Sur, 366 metros 20 centímetros, lindando con el solar A del mismo plano; en adelante denominado EL INMUEBLE. Sobre parte del inmueble atraviesa una cañería de las aguas corrientes, según surge del plano de mensura relacionado.

II) Dicho bien, lo hubo la enajenante por título compraventa y modo tradición del matrimonio en segundas y primeras nupcias, respectivamente, formado por IRMA ELIZABETH VIÑA ABAD y EDUARDO HUMBERTO MUZZI SANGUINETTI, según escritura de Compraventa, que en la ciudad de Montevideo, el 24 de septiembre de 2012, autorizó la Escribana Ana Elena Ferreira, cuya primera copia se inscribió en el Registro de la Propiedad, sección Inmobiliaria de Canelones, con el número 4.156, el día 4 de octubre de 2012 en forma provisoria y el día 25 de octubre de 2012 en forma definitiva.

III) Según documento privado de fecha 11 de diciembre de 2014, cuyas firmas certificó y protocolizó en la fecha indicada la Escribana Ana Elena Ferreira, EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A. (Fiduciaria), Nurwoly S.A. y Mulery S.A. (Fideicomitentes), constituyeron el Fideicomiso Financiero denominado "Fideicomiso Financiero Casasuru de Desarrollo de Viviendas de Interés Social I" con la finalidad de desarrollar proyectos de viviendas de interés social y su comercialización. De dicho Contrato surge como obligación de los Fideicomitentes (entre ellos Nurwoly S.A.), aportar al patrimonio del Fideicomiso el padrón de su propiedad número 15.897 de la localidad catastral Las Piedras, departamento de Canelones, relacionado más ampliamente en el numeral I) de la presente cláusula.

IV) Según documento privado de fecha 6 de mayo de 2015, cuyas firmas certificó en igual fecha la Escribana Alexandra Rovere y protocolizó la indicada escribana; EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A. (Fiduciaria), Nurwoly S.A. y Mulery S.A. (Fideicomitentes), acordaron modificar el Fideicomiso Financiero denominado "Fideicomiso Financiero Casasuru de Desarrollo de Viviendas de Interés Social I", relacionado en la cláusula que antecede. De dicha Modificación de Contrato



ESC. ANA ELENA FERREIRA - 13403/6

surge como obligación de los Fideicomitentes (entre ellos Nurwoly S.A.), aportar al patrimonio del Fideicomiso el padrón de su propiedad número 15.897 de la localidad catastral Las Piedras, departamento de Canelones, relacionado más ampliamente en el numeral I) de la presente cláusula. Así mismo, las partes acordaron el fraccionamiento de dicho inmueble de acuerdo al croquis que se adjunta y que suscripto por las partes, se considera parte integrante de este contrato. De acuerdo al croquis referido, los solares A, B, J, K, I y M, en su totalidad y parte del solar H, permanecerán en el patrimonio del Fideicomiso. Una vez finalizado el fraccionamiento y siempre que se esté en condiciones de escriturar, EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A. (Fiduciaria), transferirá nuevamente a Nurwoly S.A., los solares C, D, E, F, G, L, N y O en su totalidad y el remanente del solar H.

Segundo. Objeto.

La enajenante se obliga a celebrar un contrato en el cual ENAJENE libre de cualesquiera obligaciones, impedimentos, deudas, gravámenes y cosas a la adquirente, quien en tales conceptos se obliga también a celebrar un contrato por el cual ADQUIERA, con destino al patrimonio fiduciario, la propiedad y posesión de EL INMUEBLE en las condiciones antes mencionadas y según lo que se establece en las cláusulas Primero, numeral IV) y Noveno, con todas las mejoras que contenga. Quedarán comprendidos en el objeto de este contrato, sin modificación de las condiciones, los sobrantes de área que pudieran arrojar mensuras anteriores o posteriores.

Tercero. Obligaciones de la enajenante.

Son obligaciones de la enajenante:

- 3.1. Entregar a la Escribana designada por la adquirente, en el plazo de cinco (5) días hábiles, contados a partir de hoy, los títulos de propiedad y antecedentes dominiales por los últimos treinta (30) años, planos de mensura, planos antecedentes y toda otra documentación necesaria para completar el estudio de títulos, de acuerdo con los usos y costumbres para la compraventa de inmuebles en la República Oriental del Uruguay.
- 3.2. Entregar por lo menos cinco (5) días hábiles antes del otorgamiento de la enajenación, toda la documentación necesaria según la legislación vigente y los usos y costumbres para dicho otorgamiento en la República Oriental del Uruguay, en especial:

recibos de pago de impuestos de contribución inmobiliaria, impuesto de enseñanza primaria, tributos, servicios instalados en EL INMUEBLE y cualquier otro impuesto que lo grave.

3.3. Entregar por lo menos cinco (5) días hábiles antes del otorgamiento de la enajenación los certificados especiales del Banco de Previsión Social y Certificado Único Departamental que habiliten a la enajenante para dicho otorgamiento, así como declaración jurada y recibo de pago de Impuesto al Patrimonio, éstos últimos si correspondieren.

3.4. Realizar la entrega de EL INMUEBLE de acuerdo a las condiciones pactadas en el presente contrato, libres de ocupantes a cualquier título y cosas.

3.5. Realizar el ofrecimiento de EL INMUEBLE a la Intendencia Municipal de Canelones a los efectos de dar cumplimiento al artículo 66 de la ley 18.308, si correspondiere.

3.6. Otorgar la escritura de enajenación en la ciudad de Montevideo dentro del plazo de sesenta (60) días contados a partir de la emisión de los certificados de participación conforme a lo establecido en el Contrato de Fideicomiso relacionado en la cláusula Primera.

Cuarto. Estado del Bien – Entrega.

EL INMUEBLE se entregará a la adquirente conjuntamente con el otorgamiento de la escritura de enajenación.

En caso que la enajenante no permitiera la toma de posesión en la fecha pactada, y/o uso, y/o goce de EL INMUEBLE se generará una multa a favor de la adquirente de Dólares de los Estados Unidos de América quinientos (US\$ 500) por cada día de atraso y/o privación del uso y goce, salvo caso fortuito o fuerza mayor que impidiera a la enajenante, contra voluntad de ésta, a cumplir con la entrega en las condiciones aquí pactadas.

Quinto. Otorgamiento de la escritura.

La escritura de enajenación se otorgará dentro de un plazo máximo de sesenta (60) días a contar de la emisión de los certificados de participación conforme a lo establecido en el Contrato de Fideicomiso relacionado, en la ciudad de Montevideo, siempre que:

5.1. Los títulos de propiedad, antecedentes dominiales y planos de mensura fueren



192

ESC. ANA ELENA FERREIRA - 13403/6

buenos y/o suficientes a juicio de la adquirente. Si ésta formulare observaciones que no fueran compartidas por la enajenante, la adquirente podrá desistir de este contrato, sin responsabilidad alguna para las partes.

Si en los títulos de propiedad de los últimos treinta (30) años, existiera el título donación y no hubieren transcurrido 4 años desde la muerte del donante, o si el escribano de la futura adquirente constatare a su juicio la eventual existencia de enajenaciones que hagan presumir el inicio de una acción pauliana o simulatoria, o una eventual acción por lesión, o existieran embargos a cónyuge no administrador, la futura adquirente tendrá la opción de seguir adelante con el negocio proyectado o resolver éste contrato sin responsabilidad para ninguna de las partes.

5.2. Los certificados de los Registros Públicos de la Propiedad Inmobiliaria, de Actos Personales, de la Propiedad Mobiliaria sección Prendas sin Desplazamiento, y demás certificados que se soliciten por el bien y sus titulares (de acuerdo a los usos y costumbres para la compraventa de inmuebles en la República Oriental del Uruguay), resulten libres de inscripciones que afecten al bien o a sus titulares dominiales en los períodos que correspondan. Si surgieren inscripciones, la enajenante se obliga a cancelarlas dentro de los quince (15) días siguientes a que tal situación le fuera notificada por la adquirente. Si así no lo hiciera, la adquirente podrá, a su exclusiva opción desistir de la obligación asumida sin responsabilidad alguna para ninguna de las partes contratantes, sin perjuicio de lo establecido en la cláusula Séptima.

5.3. El bien no esté sujeto o pendiente de expropiación total o parcial, afectaciones por ensanches, servidumbres, declaraciones de constituir patrimonio histórico por parte del Municipio o del Estado, y cualquier otro estado, situación o declaración que afecte o esté relacionada con EL INMUEBLE o con sus titulares y que de acuerdo al criterio fundado de la adquirente, implique actualmente o en el futuro un menoscabo al derecho de propiedad que aquella pretende adquirir, o cualquier otra limitación al uso y goce de EL INMUEBLE. En caso contrario, la adquirente podrá desistir de la obligación asumida sin responsabilidad alguna.

Sexto. Tributos y Gastos.

Los tributos sobre la tierra, incluido el impuesto de Contribución Inmobiliaria, impuesto de Enseñanza Primaria, aportes al Banco de Previsión Social y todos los consumos por los servicios instalados en EL INMUEBLE y cualquier otro impuesto que exista ahora o

podiera existir al momento de la enajenación y entrega, serán de cuenta de la enajenante hasta el día de la entrega y de la adquirente a partir de dicha fecha.

Séptimo. Depósito en garantía.

En garantía de las obligaciones asumidas, la enajenante, deposita en manos de la Escribana Alexandra Rovere (FERRERE), con domicilio en la calle Juncal 1392, Montevideo, la suma de \$ 275.000 (Pesos Uruguayos doscientos setenta y cinco mil) quien la recibe en tal concepto, asumiendo las obligaciones de depositaria hasta el otorgamiento de la enajenación. Dicha suma se destinará a cubrir los gastos que se generen en caso de que se incumpla con la obligación de escriturar dentro del plazo pactado, y será liberada siempre por la depositaria, de acuerdo a las siguientes instrucciones: a) la suma será entregada directamente a la adquirente, si no se escritura en el plazo de 60 días establecido para otorgar la escritura de enajenación (cláusula 3.6), sin importar la causa del incumplimiento; b) para el caso de otorgarse la escritura de enajenación dentro del plazo establecido, la suma será entregada a la parte enajenante simultáneamente con el otorgamiento de la escritura definitiva, liberando las partes desde ya a la depositaria, en ambos casos, de toda responsabilidad.

Octavo: Las partes resolverán cualquier diferencia, desavenencia o controversia que se presente, en forma amigable y en base a negociaciones de buena fe. Si no fueran resueltas de esta forma, en un plazo de 30 días a partir de que las mismas fueran comunicadas por una de las partes, se resolverá sin responsabilidad para ninguna de las partes, sin perjuicio de lo establecido en la cláusula Séptima.

Noveno. Convenciones.

Las partes acuerdan que:

- 9.1. La mora se producirá de pleno derecho por el solo vencimiento de los plazos acordados;
- 9.2. Constituyen domicilios especiales en los indicados como suyos en la comparecencia;
- 9.3. La indivisibilidad del objeto de las obligaciones pactadas y la solidaridad activa y pasiva;
- 9.4. El telegrama colacionado u otro medio idóneo (notificación por acta notarial o



193

ESC. ANA ELENA FERREIRA - 13403/6

comunicación escrita con acuse de recibo) como forma fehaciente de notificación entre las partes.

9.5. Que todos los plazos pactados y los necesarios para el cumplimiento de las obligaciones asumidas se prorrogarán automáticamente en caso de paros y/o huelgas que impidan la obtención de la documentación necesaria para el otorgamiento de la escritura y por el mismo plazo que lleven dichas medidas, así como por causas de fuerza mayor.

9.6. Las partes se obligan, con posterioridad a la firma de la escritura de Enajenación – Aporte al Fideicomiso, a fraccionar el bien objeto de esta Reserva de acuerdo al croquis que se firma por separado y que se considera parte integrante de este contrato, quedando desde ya estipulado que una vez efectuado el fraccionamiento respectivo, la adquirente, transferirá a la enajenante, el o los padrones restantes; todo conforme a lo establecido en el Contrato de Fideicomiso y su Modificación y a lo establecido en el numeral IV) de la cláusula Primera.

Décimo. Confidencialidad.

Ambas partes se comprometen a mantener la confidencialidad de toda la información manejada en virtud de este contrato.

EN SEÑAL DE CONFORMIDAD SE SUSCRIBEN TRES EJEMPLARES DE UN MISMO TENOR EN EL LUGAR Y FECHA ARRIBA INDICADOS Y SE DEJA SOLICITADA LA CERTIFICACION NOTARIAL DE LAS FIRMAS.

Por Nurwoly S.A.

Mariela Pereira Freda

Por EF Asset Management Administradora
De Fondos de Inversión S.A.

Alexandra Rovere

Depositaria

Esc. Alexandra Rovere

ANA ELENA FERRE
**ANA ELENA FERRE,
ESCRIBANA PUBLICA**



PAPEL NOTARIAL DE ACTUACIÓN

Fa N° 902351



194

ESC. ANA ELENA FERREIRA - 13403/6

ANA ELENA FERREIRA, ESCRIBANA PÚBLICA, CERTIFICO QUE: I)
Las firmas que anteceden y lucen en la Modificación de Contrato de Fideicomiso Financiero que precede son auténticas, fueron puestas en mi presencia y pertenecen a las personas hábiles y de mi conocimiento, señores:
(i) Diego Rodriguez Castagno, mayor de edad, titular de la cédula de identidad número 4.021.524-7, y quien lo hace en su calidad de Presidente del Directorio y en nombre y representación de EF ASSET MANAGEMENT ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN SOCIEDAD ANÓNIMA, persona jurídica hábil y vigente, inscrita en el Registro Único Tributario de la Dirección General de Impositiva con el número 21 476953 0012, con domicilio en la ciudad de Montevideo y sede actual en la calle Juncal número 1392 y (ii) Sebastián Sommer, mayor de edad, titular del pasaporte del Reino Unido número 528294599: (a) en su calidad de Apoderado del Directorio y en nombre y representación de MULERY SOCIEDAD ANÓNIMA, persona jurídica hábil y vigente, inscrita en el Registro Único Tributario de la Dirección General Impositiva con el número 21 685655 0018, con domicilio en la ciudad de Montevideo y sede actual en la calle Juncal número 1392 y (b) en su calidad de Presidente y en nombre y representación de NURWOLY SOCIEDAD ANÓNIMA, persona jurídica hábil y vigente, inscrita en el

ANA ELENA FERREIRA
ESCRIBANA PÚBLICA

Registro Único Tributario de la Dirección General Impositiva con el número 21 680885 0015, con domicilio en la ciudad de Montevideo y sede actual en la calle Juncal número 1392; a quienes previa lectura que del mismo les realicé, lo otorgaron y suscribieron en mi presencia, expresando hacerlo con sus firmas habituales.

II) E.F. ASSET MANAGEMENT ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSION SOCIEDAD ANONIMA es persona jurídica hábil y vigente, constituida por Acta de fecha 15 de enero de 2003, cuyas firmas certificó en igual fecha y lugar la Escribana Rosalía Grassi, bajo la denominación de "FL ASSET MANAGEMENT ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSION S.A.". Su Estatuto fue aprobado por la Auditoría Interna de la Nación el 27 de marzo de 2003, inscripto en el Registro de Personas Jurídicas Sección Registro Nacional de Comercio el 7 de abril de 2003 con el número 2014, y publicado en el Diario Oficial y El Edicto ambos el 30 de abril de 2003. **III)** Por Asamblea Extraordinaria de Accionistas de fecha 16 de enero de 2004, se resolvió modificar la denominación, adoptando la actual de "EF ASSET MANAGEMENT ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSION SOCIEDAD ANONIMA". Dicha reforma fue aprobada por la Auditoría Interna de la Nación el 17 de marzo de 2004, inscripta en el Registro de Personas Jurídicas Sección Registro Nacional de Comercio el 23 de marzo de 2004 con

**Fa N° 902352**

195

ESC. ANA ELENA FERREIRA - 13403/6

el número 2131, y publicada en el Diario Oficial y El Edicto ambos del 12 de abril de 2004. IV) Del referido Estatuto y sus posteriores modificaciones surge que: a) el **plazo** de la sociedad se encuentra vigente al día de hoy; b) la **representación** de la sociedad le corresponde al Administrador, al Presidente o al Vicepresidente indistintamente, o a dos Directores cualesquiera actuando conjuntamente; y c) el **capital social** está integrado por acciones nominativas desde su constitución. V) Por Asamblea General Ordinaria de Accionistas de fecha 26 de marzo de 2008, cuya acta luce copiada en el folio 25 del Libro de Actas de Asambleas de la mencionada sociedad, inscripto en el Registro Nacional de Comercio el día 15 de mayo de 2003 con el número 10.521, se designó el siguiente Directorio: Presidente: Diego Rodríguez Castagno y Vicepresidente: Sandra González Vila; únicos directores designados al día de la fecha, quienes se encuentran en el ejercicio de sus cargos al día de hoy, y no luciendo copiadas al libro respectivo actas posteriores que modifiquen dicha designación. VI) La sociedad dio cumplimiento a lo establecido en los artículos 13 y siguientes de la Ley 17.904, habiendo comunicado la actual integración de su Directorio, al Registro de Personas Jurídicas, sección Registro Nacional de Comercio, con el número 7.531 el 28

f

de mayo de 2012. VII) MULERY SOCIEDAD ANÓNIMA, es persona jurídica hábil y vigente la que se constituyó por acta del 7 de noviembre de 2011, con su Estatuto debidamente aprobado por la Auditoría Interna de la Nación por resolución de fecha 30 de noviembre de 2011, inscripto en el Registro de Personas Jurídicas sección Registro Nacional de Comercio con el número 19.974 el 12 de diciembre de 2011 y publicado en forma legal en el Diario Oficial el 20 de diciembre de 2011 y en el Periódico Montevideo Judicial el 20 de diciembre de 2011. De su Estatuto surge que: (i) el **plazo** de la sociedad es de 100 años contados desde su constitución estando en consecuencia vigente al día de hoy; (ii) **representa** válidamente a la sociedad el Administrador, el Presidente o el Vicepresidente indistintamente, o dos Directores actuando conjuntamente, sin perjuicio de los poderes generales y/o especiales que otorgare y (iii) el **capital social** está integrado por acciones al portador. VIII) Por Acta de Asamblea de Accionistas del 28 de marzo de 2012, se designó el siguiente Directorio: Presidente: Marcelo René Cabrera Errandonea, quien se encuentra en el ejercicio de su cargo al día de hoy. IX) La indicada sociedad cumplió con lo establecido en el artículo 13 y siguientes de la ley 17.904 habiendo comunicado la integración de su actual directorio al



Fa N° 902353



196

ESC. ANA ELENA FERREIRA - 13403/6

Registro de Personas Jurídicas, sección Registro Nacional de Comercio con el número 4908 el 11 de abril de 2012. X) La sociedad con fecha 5 de abril de 2013, numero de ordinal 727706, comunicó al Banco Central del Uruguay la titularidad del 100% del capital accionario en cumplimiento de lo establecido en la ley 18.930 con la intervención de la Escribana Ana Elena Ferreira, habiéndose comunicado posteriormente con fecha 11 de setiembre de 2013, numero de ordinal 926229 cambio de sede con la intervención de la referida Escribana. XI) MULERY SOCIEDAD ANÓNIMA, confirió Poder General de Administración, Afectación y Disposición a favor de Sebastián Sommer, según escritura que en la ciudad de Montevideo, el 9 de agosto de 2013, autorizó la Escribana Ana Elena Ferreira, el que se encuentra vigente en todos sus términos al día de hoy y contiene facultades suficientes para otorgamientos como el que precede. XII) NURWOLY SOCIEDAD ANÓNIMA, es persona jurídica hábil y vigente, constituida por Estatuto de fecha 8 de setiembre de 2011, aprobado por la Auditoría Interna de la Nación el 28 de setiembre de 2011, inscripto en el Registro de Personas Jurídicas, sección Registro Nacional de Comercio con el número 17.086 el 26 de octubre de 2011 y publicado en el Diario Oficial y Periódico Montevideo Judicial el 3 de noviembre de 2011.

f

Del Estatuto surge que: (i) el **plazo** de la sociedad es de cien años a contar desde su constitución, estando vigente al día de hoy; (ii) la **representación** de la sociedad estará a cargo del Administrador, el Presidente o el Vicepresidente indistintamente o dos directores actuando conjuntamente, sin perjuicio de los poderes generales y/o especiales que otorgare y (iii) el **capital social** está integrado por acciones al portador. **XIII)** Por Asamblea General Extraordinaria de Accionistas celebrada en la ciudad de Montevideo el 19 de diciembre de 2011 se designó el siguiente Directorio: **Presidente:** Sebastián Sommer, siendo el único director designado al día de la fecha, quien se encuentra en el ejercicio de su cargo al día de hoy. **XIV)** La indicada sociedad, cumplió con lo establecido en los artículos 13 y siguientes de la ley 17.904 habiendo comunicado la integración de su actual Directorio al Registro de Personas Jurídicas, sección Registro Nacional de Comercio el 20 de diciembre de 2011, con el número 20.547. **XV)** La sociedad con fecha 10 de abril de 2013, numero de ordinal 732413 comunicó al Banco Central del Uruguay la titularidad del 100% del capital accionario en cumplimiento de lo establecido en la ley 18.930 con la intervención de la Escribana Ana Elena Ferreira, habiéndose comunicado posteriormente con fecha de 11 de



PAPEL NOTARIAL DE ACTUACIÓN

Fa N° 902354

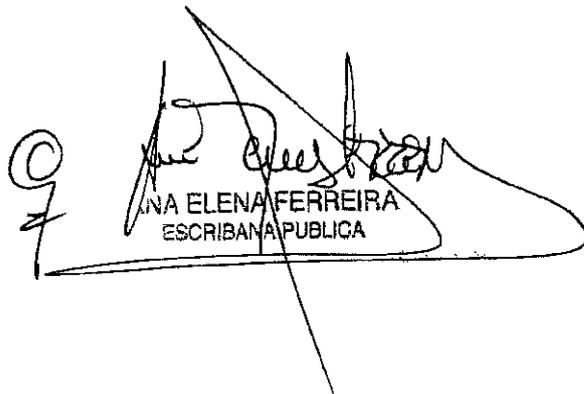


197

ESC. ANA ELENA FERREIRA - 13403/6

setiembre de 2013, numero de ordinal 926221, el cambio de sede. XVI) Según documento privado de fecha 11 de diciembre de 2014, cuyas firmas certificó y protocolizó en igual fecha la Escribana Ana Elena Ferreira, E.F. ASSET MANAGEMENT ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSION SOCIEDAD ANONIMA en calidad de fiduciario y MULERY S.A. Y NURWOLY S.A. en calidad de fideicomitentes, otorgaron un contrato de fideicomiso financiero denominado "FIDEICOMISO FINANCIERO CASASURU DE DESARROLLO DE VIVIENDAS DE INTERES SOCIAL". Dicho Contrato fue modificado por documento privado de fecha 6 de mayo de 2015, cuyas firmas certificó y protocolizó el día 7 de mayo de 2015 la Escribana Alexandra Rovere, E.F. ASSET MANAGEMENT ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSION SOCIEDAD ANONIMA en calidad de fiduciario y MULERY S.A. Y NURWOLY S.A. en calidad de fideicomitentes resolvieron modificar las clausulas 1, 3, 6, 7, 8, 11, 14, 18, 19, 21, 23, 24, 34 y el anexo del contrato de fideicomiso financiero denominado "FIDEICOMISO FINANCIERO CASASURU DE DESARROLLO DE VIVIENDAS DE INTERES SOCIAL". XVII) El señor Diego Rodriguez Castagno votó en las elecciones nacionales del 26 de octubre y 30 de noviembre de 2014, según constancias de la Comisión Receptora de Votos que tuve a la vista. A Sebastián Sommer no le corresponde la obligación de votar por ser extranjero. XVII) Tuve a la

vista la documentación que acredita los extremos certificados. EN FE DE ELLO, a solicitud de parte y para su presentación ante quien corresponda, expido el presente, que sello, signo y firmo en la ciudad de Montevideo, el dos de junio de dos mil quince en cuatro hojas de papel notarial de actuación de la serie Fa números 902307 al 902310.-


ANA ELENA FERREIRA
ESCRIBANA PUBLICA

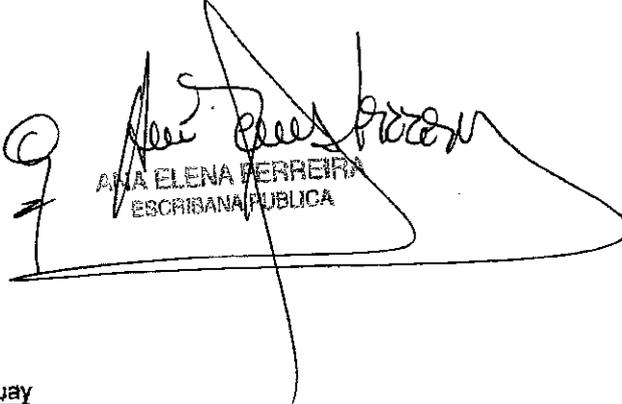


ESC. ANA ELENA FERREIRA - 13403/6

No.29. PROTOCOLIZACIÓN PRECEPTIVA DE MODIFICACIÓN DE CONTRATO DE FIDEICOMISO FINANCIERO. En la ciudad de Montevideo, el día dos de junio de dos mil quince, en cumplimiento de lo dispuesto por el artículo 292 de la Ley 18.362, incorporo al Registro de Protocolizaciones a mi cargo el siguiente documento y acta: a) Modificación de Contrato de Fideicomiso Financiero, otorgado el día de hoy en la ciudad Montevideo, entre EF ASSET MANAGEMENT ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A., ICP URUGUAY S.A., MULERY SOCIEDAD ANONIMA y NURWOLY SOCIEDAD ANONIMA, cuyas firmas certificó la suscrita Escribana; y b) la presente Acta de Protocolización y lo hago con el número veintinueve del folio 293 al folio 330. Esta Protocolización sigue inmediatamente a la número veintiocho de Protocolización Preceptiva de Traducción, verificada el día veintidós de mayo, del folio 290 al folio 292.-

(Handwritten signature and initials)

ES UNO DE LOS DOS PRIMEROS TESTIMONIOS que he compulsado de la Protocolización de Preceptiva de Modificación de Contrato de Fideicomiso Financiero incorporada a mi Registro de Protocolizaciones. EN FE DE ELLO; para el FIDUCIARIO expido el presente en treinta y ocho fojas de papel notarial de actuación de la serie Fa números 902312 a 902344 y 902351 a 902355, y lo sello, signo y firmo en Montevideo el dos de junio dos mil quince.-


ANA ELENA FERREIRA
ESCRIBANA PÚBLICA

Banco Central del Uruguay

CONSTANCIA

Los valores representativos de participaciones y/o derechos de crédito emitidos por el fiduciario "F.I.D.F.I.C.O.M.I.C.O. CASAS UNIV. DE DESARROLLO DE VIVIENDA DE INGRESOS SOCIALES" en cumplimiento del presente contrato, son de OFERTA PÚBLICA
Montevideo, 30 de JUNIO de 2015


Aclaración de firma

Juan Pedro Canterá
Superintendente de
Servicios Financieros



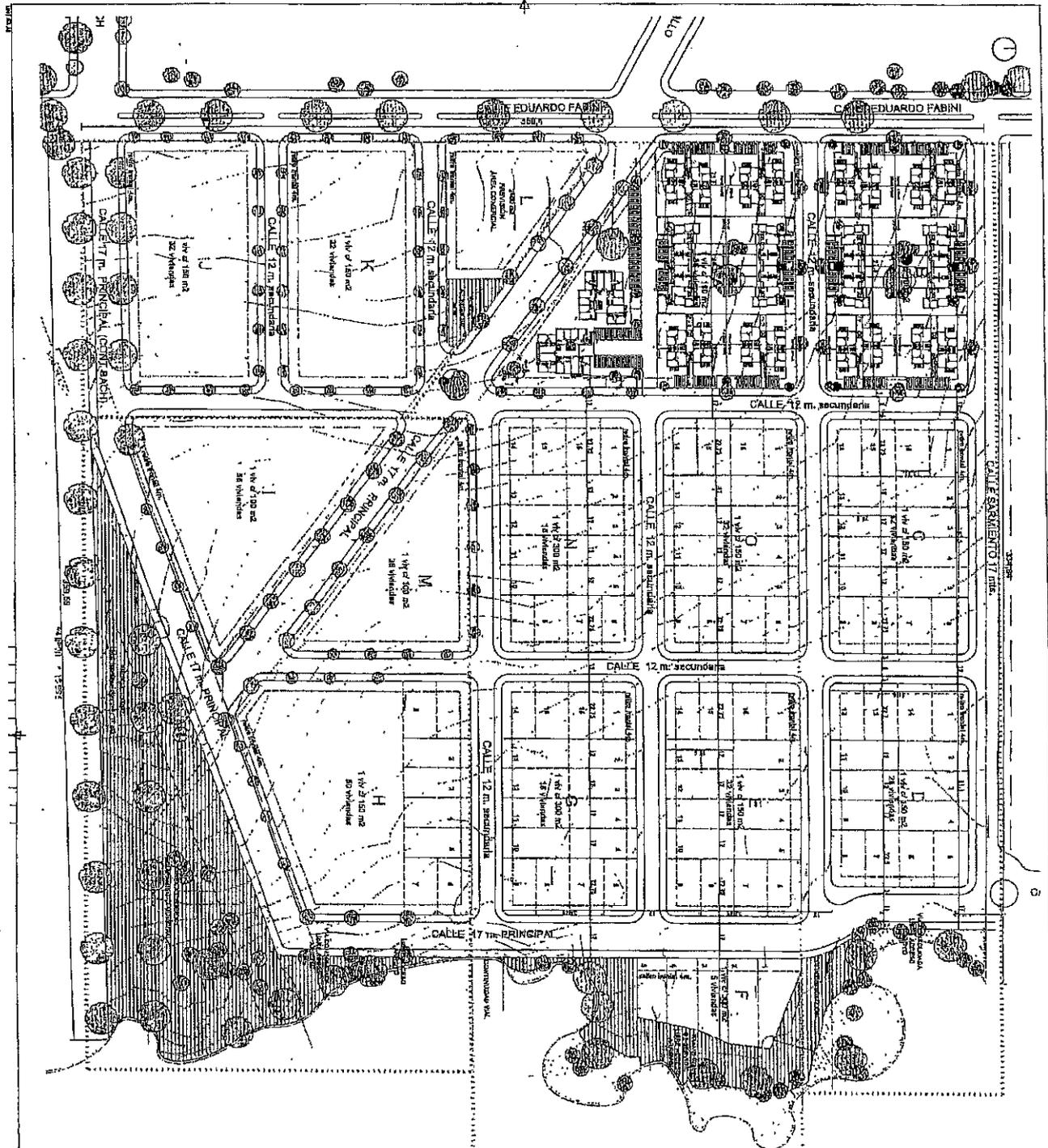
PAPEL NOTARIAL DE ACTUACIÓN

Fc N° 174115



180

ESC. ANA ELENA FERREIRA - 13403/6

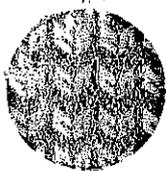




<p>PROYECTO PLANTA BAJA GENERAL</p>	
<p>CASAS URU LAS PIEDRAS NUPWOLY SA LAS PIEDRAS</p>	<p>CALLE VERDEAV 34170</p>
<p>plaz. pública Equipamiento público Tercia Equip. sala a estar PKC</p>	<p>300 m² 107 m² 2400 m²</p>

155

<p>MANZANAS</p> <table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <tr><td>A</td><td>47</td><td>820</td></tr> <tr><td>B</td><td>44</td><td>504</td></tr> <tr><td>C</td><td>32</td><td>518</td></tr> <tr><td>D</td><td>28</td><td>483</td></tr> <tr><td>E</td><td>30</td><td>482</td></tr> <tr><td>F</td><td>15</td><td>1850</td></tr> <tr><td>G</td><td>15</td><td>497</td></tr> <tr><td>H</td><td>10</td><td>788</td></tr> <tr><td>I</td><td>10</td><td>844</td></tr> <tr><td>J</td><td>10</td><td>824</td></tr> <tr><td>K</td><td>10</td><td>803</td></tr> <tr><td>L</td><td>10</td><td>824</td></tr> <tr><td>M</td><td>10</td><td>824</td></tr> <tr><td>N</td><td>10</td><td>824</td></tr> <tr><td>O</td><td>10</td><td>824</td></tr> <tr><td>P</td><td>10</td><td>824</td></tr> <tr><td>Q</td><td>10</td><td>824</td></tr> <tr><td>R</td><td>10</td><td>824</td></tr> <tr><td>S</td><td>10</td><td>824</td></tr> <tr><td>T</td><td>10</td><td>824</td></tr> <tr><td>U</td><td>10</td><td>824</td></tr> <tr><td>V</td><td>10</td><td>824</td></tr> <tr><td>W</td><td>10</td><td>824</td></tr> <tr><td>X</td><td>10</td><td>824</td></tr> <tr><td>Y</td><td>10</td><td>824</td></tr> <tr><td>Z</td><td>10</td><td>824</td></tr> </table>	A	47	820	B	44	504	C	32	518	D	28	483	E	30	482	F	15	1850	G	15	497	H	10	788	I	10	844	J	10	824	K	10	803	L	10	824	M	10	824	N	10	824	O	10	824	P	10	824	Q	10	824	R	10	824	S	10	824	T	10	824	U	10	824	V	10	824	W	10	824	X	10	824	Y	10	824	Z	10	824	<p>DATOS GENERALES</p> <p>ESTADO: Uruguay MUNICIPIO: Montevideo CALLE: CALLE VERDEAV</p>	<p>ESCALA</p> <p>1:100</p>
A	47	820																																																																														
B	44	504																																																																														
C	32	518																																																																														
D	28	483																																																																														
E	30	482																																																																														
F	15	1850																																																																														
G	15	497																																																																														
H	10	788																																																																														
I	10	844																																																																														
J	10	824																																																																														
K	10	803																																																																														
L	10	824																																																																														
M	10	824																																																																														
N	10	824																																																																														
O	10	824																																																																														
P	10	824																																																																														
Q	10	824																																																																														
R	10	824																																																																														
S	10	824																																																																														
T	10	824																																																																														
U	10	824																																																																														
V	10	824																																																																														
W	10	824																																																																														
X	10	824																																																																														
Y	10	824																																																																														
Z	10	824																																																																														



PAPEL NOTARIAL DE ACTUACIÓN

Fc N° 174116



181

ESC. ANA ELENA FERREIRA - 13403/6

ACTA DE SOLICITUD. En la ciudad de Montevideo, el veintidós de junio dos mil quince, ante mí Ana Elena Ferreira, Escribana Pública, comparece: **Diego Rodríguez Castagno**, uruguayo, mayor de edad, titular de la cédula de identidad número 4.021.524-7 y quien lo hace en su calidad de Presidente del Directorio y en nombre y representación de EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión Sociedad Anónima, de quien dice se encuentra inscrita en el Registro Único Tributario de la Dirección General Impositiva con el número 21 476953 0012 y ambos con domicilio a estos efectos en la calle Juncal número 1392 de la ciudad de Montevideo. Y PARA QUE LO CONSIGNE EN ESTA ACTA DICE QUE: Primero.

(Antecedentes): I) Según documento privado del 11 de diciembre de 2014, cuyas firmas certificó y protocolizó en la fecha indicada la Escribana Ana Elena Ferreira, EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión Sociedad Anónima, en su calidad de Fiduciario, Mulery Sociedad Anónima y Nurwoly Sociedad Anónima, ambas en calidad de Fideicomitentes, otorgaron un Contrato de Fideicomiso Financiero denominado "Fideicomiso Financiero Casas Uru de Desarrollo de Viviendas de Interés Social". II) Dicho Contrato fue modificado, por documento privado del 6 de mayo de 2015, cuyas firmas certificó en la fecha indicada la Escribana Alexandra

f

Rovere y protocolizó el 7 de mayo de 2015 la citada Escribana. III) Por otro documento de Modificación de Contrato de Fideicomiso, otorgado por las partes indicadas el 2 de junio de 2015, cuyas firmas certificó y protocolizó en la fecha indicada la Escribana Ana Elena Ferreira, se modificó nuevamente el Contrato de Fideicomiso Financiero denominado "Fideicomiso Financiero Casas Uru de Desarrollo de Viviendas de Interés Social". Dicha Modificación de Contrato, entre otros Anexos, tiene el "Anexo II al Contrato de Fideicomiso - Boletos de Reserva" y entre ellos, el Boleto de Reserva de fecha 8 de mayo de 2015, relativo al bien padrón número 15.897 de la localidad Catastral de Las Piedras, departamento de Canelones, del que surge que forma parte integrante de dicho Boleto de Reserva un Croquis. IV) Por error, en la Protocolización de la Modificación de Contrato de Fideicomiso, relacionada mas ampliamente en el numeral III) que antecede, la Escribana Ana Elena Ferreira, omitió protocolizar el Croquis referido. Segundo. (Objeto): Como consecuencia del error incurrido por la Escribana Ana Elena Ferreira, al omitir la protocolización del croquis, según se indicó en la cláusula que precede, el compareciente es portador de una copia del citado Croquis, la cual en este acto, entrega a la citada Escribana a los efectos



PAPEL NOTARIAL DE ACTUACIÓN

Fc N° 174117



182

ESC. ANA ELENA FERREIRA - 13403/6

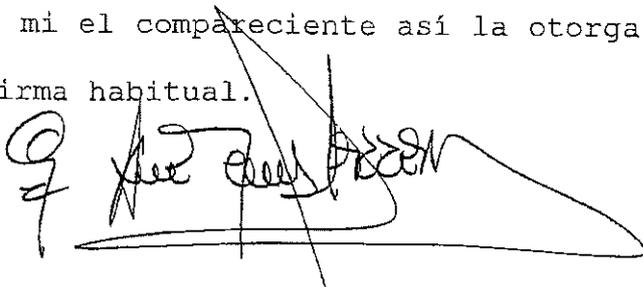
de su incorporación al Registro de Protocolizaciones.

HAGO CONSTAR QUE: A) Conozco al compareciente, quien votó en las elecciones de octubre y noviembre de 2014.

B) (i) E.F. ASSET MANAGEMENT ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSION SOCIEDAD ANONIMA es persona jurídica hábil y vigente, constituida por Acta de fecha 15 de enero de 2003, cuyas firmas certificó en igual fecha y lugar la Escribana Rosalía Grassi, bajo la denominación de "EL ASSET MANAGEMENT ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSION S.A.". Su Estatuto fue aprobado por la Auditoría Interna de la Nación el 27 de marzo de 2003, inscripto en el Registro de Personas Jurídicas Sección Registro Nacional de Comercio el 7 de abril de 2003 con el número 2014 y publicado en el Diario Oficial y El Edicto ambos el 30 de abril de 2003. (ii) Por Asamblea Extraordinaria de Accionistas de fecha 16 de enero de 2004, se resolvió modificar la denominación, adoptando la actual de EF ASSET MANAGEMENT ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSION SOCIEDAD ANONIMA. Dicha reforma fue aprobada por la Auditoría Interna de la Nación el 17 de marzo de 2004, inscripta en el Registro de Personas Jurídicas Sección Registro Nacional de Comercio el 23 de marzo de 2004 con el número 2131 y publicada en el Diario Oficial y El Edicto ambos del 12 de abril de 2004. (iii) Del referido Estatuto y sus posteriores modificaciones surge que: a)

f

el **plazo** de la sociedad se encuentra vigente al día de hoy; **b)** la **representación** de la sociedad le corresponde al Administrador, al Presidente o al Vicepresidente indistintamente o a dos Directores cualesquiera actuando conjuntamente y **c)** el **capital social** está integrado por acciones nominativas desde su constitución. **(iv)** Por Asamblea General Ordinaria de Accionistas de fecha 26 de marzo de 2008, cuya acta luce copiada al Libro de Actas de Asambleas de la mencionada sociedad, inscripto en el Registro Nacional de Comercio el día 15 de mayo de 2003 con el número 10.521, se designó el siguiente Directorio: Presidente: Diego Rodríguez Castagno y Vicepresidente: Sandra González Vila; únicos directores designados al día de la fecha, quienes se encuentran en el ejercicio de sus cargos al día de hoy y no luciendo copiadas al libro respectivo actas posteriores que modifiquen dicha designación. **(v)** La sociedad dio cumplimiento a lo establecido en los artículos 13 y siguientes de la Ley 17.904, habiendo comunicado la integración de su actual Directorio al Registro de Personas Jurídicas, sección Registro Nacional de Comercio, con el número 7.531 el 28 de mayo de 2012. **c)** Esta acta es leída por mi el compareciente así la otorga y la suscribe con su firma habitual.





113

ESC. ANA ELENA FERREIRA - 13403/6

No.30. PROTOCOLIZACIÓN DE DOCUMENTOS Y ACTAS. A
solicitud de EF Asset Management Administradora de
Fondos de Inversión S.A. En la ciudad de Montevideo, el
veintidós de junio de dos mil quince, en cumplimiento de
lo solicitado en el acta que antecede y de lo dispuesto
en el artículo 39 del Decreto Ley 1.421, incorporo al
Registro de Protocolizaciones a mi cargo, los siguientes
documentos y actas: I) Croquis de Casas Uru, relativo al
padrón número 15.897 de Canelones; II) Acta de Solicitud
de fecha de hoy y III) la presente Acta de
Protocolización y lo hago con el número 30, del folio
331 al folio 334. Sigue inmediatamente a la número 29,
de Protocolización Preceptiva de Modificación de
Contrato de Fideicomiso Financiero, verificada el 2 de
junio del folio 293 al 330.

[Handwritten signature and large scribble]

[Small handwritten mark]

ES UNO DE LOS DOS PRIMEROS TESTIMONIOS que he compulsado de los documentos y actas agregados a mi Registro de Protocolizaciones. EN FE DE ELLO; para el fiduciario, expido el presente en cuatro fojas de papel notarial de actuación de la serie Fc números 174115 a 174118 y lo sello, signo y firmo en Montevideo el veintidós de junio de dos mil quince.-

9
7


ANA ELENA FERREIRA
SCRIBANA PUBLICA





MINISTERIO DE EDUCACION Y CULTURA
DIRECCION GENERAL DE REGISTROS

24048113

mec

dgr

NRO.112984

INSCRIPTO CON EL NRO.112984, en el:
REGISTRO NACIONAL DE ACTOS PERSONALES, el día y hora 03/07/2015 11:43:37, el documento cuyas
características se indican:

Escribano/Emisor:
FERREIRA ANA ELENA

2548

FIDEICOMISO
Calificación: PROVISORIA

A los solos efectos de ligar el documento que antecede con la presente, se indica:

Fiduciario
EF ASSET MANAGEMENT ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSION SA RUT:
214769530012

fideicomitente
NURWOLY SA RUT: 216808850015

fideicomitente
MULERY SA RUT: 216856550018

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 _____

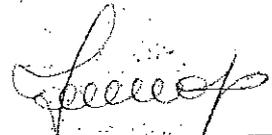
Monto Tasa Registral: 2291


Firma Registrador

PRORROGADA: _____

CADUCA: _____

DEFINITIVA: 17/07/15


Firma Registrador

Esc. LETICIA ZUBILLAGA
TECNICO REGISTRADOR



Small, faint text or markings located in the lower-left quadrant of the page.



PAPEL NOTARIAL DE ACTUACIÓN

Fc N° 740612



ESC. ALEXANDRA KARINA ROVERE RUIZ - 13759/2

ALEXANDRA ROVERE RUIZ, ESCRIBANA PÚBLICA, CERTIFICO QUE:

El contrato de Fideicomiso Financiero denominado "Fideicomiso Financiero Casasuru de Desarrollo de vivienda de Interés Social I" otorgado entre EF ASSET MANAGMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A., Mulery S.A. y Nurwoly S.A., en Montevideo el 11 de diciembre de 2014, cuyas firmas certificó y protocolizó la Escribana Ana Elena Ferreira en igual fecha; y su modificación de fecha de fecha 6 de mayo de 2015, cuyas firmas certificó en igual fecha y protocolizó el 7 de mayo de 2015, la suscrita Escribana, no fueron inscripto en el Registro Nacional de Actos Personales-. EN FE DE ELLO, a solicitud de parte y para su presentación ante quien corresponda, extendo el presente que sello, signo y firmo en la ciudad de Montevideo el diecisiete de julio de dos mil quince.-

ACTO
 17/07/2015

\$ 251,00
 049015

RANCHEL OFICIAL	
Artículo	6
Honorarios \$	202
Mont. Notarial \$	251
Fdo. Gremial \$	

Alexandra Ruíz
 ALEXANDRA ROVERE RUIZ
 ESCRIBANA PÚBLICA

ANEXO 2
CONTRATO DE ADMINISTRACIÓN





CONTRATO DE ADMINISTRACIÓN

En Montevideo, el 11 de diciembre de 2014, entre POR UNA PARTE: EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A. (en adelante el "Fiduciario"), representado en este acto por Diego Rodriguez, con domicilio en Juncal 1392, Montevideo; Y POR OTRA PARTE: CASASURU S.A. representado en este acto por Sebastián Sommer, con domicilio en Juncal 1392, Montevideo (en adelante el "Administrador" o "Casasuru"); convienen en celebrar el presente contrato.

1. ANTECEDENTES

Con fecha 11 de diciembre de 2014, se celebró un contrato de fideicomiso financiero denominado "Fideicomiso Financiero Casasuru de Desarrollo de Viviendas de Interés Social I" entre EF Asset Management AFISA en su calidad de fiduciario financiero y Mulery S.A. y Nurwoly S.A. como fideicomitentes (en adelante el "Contrato de Fideicomiso").

Conforme a lo previsto en el Contrato de Fideicomiso, se acordó que las funciones de administración para la implementación del Plan de Negocios quedarán a cargo del Administrador.

A tales efectos fue que se procedió a designar a Casasuru S.A. como Administrador durante la vigencia del Contrato de Fideicomiso, sin perjuicio de los supuestos de renuncia o revocación del Administrador, en los términos y condiciones de este Contrato.

2. DEFINICIONES

Los términos en mayúsculas tendrán el mismo significado que el atribuido a los mismos en el Contrato de Fideicomiso.

3. ADMINISTRACIÓN DEL FIDEICOMISO

El Fiduciario designa al Administrador, y este acepta, cumplir con el ejercicio de las funciones, atribuciones y deberes de administrador en los términos del presente Contrato y el Contrato de Fideicomiso

El Administrador cumplirá la tarea de administrar los Bienes Fideicomitidos y llevar adelante la implementación del Plan de Negocios.

4. FUNCIONES Y RESPONSABILIDADES DEL ADMINISTRADOR

El Administrador tendrá a su cargo específicamente las siguientes funciones y responsabilidades, sin perjuicio de las que se detallan en el Plan de Negocios:

- (a) Ejecutar el Plan de Negocios, administrando los Bienes Fideicomitidos a tal fin.
- (b) Tramitar todos los permisos y autorizaciones correspondientes para el desarrollo de los Proyectos y presentar toda la documentación que acredite la obtención de los mismos.
- (c) Preparación de los reportes trimestrales sobre el avance de los Proyectos y las ventas.
- (d) Negociar los contratos que sean necesarios con los proveedores.

- (e) Realizar los controles de ejecución y calidad de los proveedores y terceros que se contraten para desarrollar las actividades.
- (f) Exigir y cumplir con todas las normativas, leyes, y obligaciones pertinentes al sector y al país.
- (g) Realizar las gestiones que sean necesarias para que los Deudores realicen los pagos de cualquier suma que éstos deban abonar al Fideicomiso. A estos efectos, el Administrador podrá iniciar las acciones que sean necesarias para reclamar dichos pagos.
- (h) Realizar todas las compras, arrendamientos y contrataciones que resulten necesarias a fin de ejecutar el Plan de Negocios.
- (i) Confeccionar el presupuesto para cada etapa de los Proyectos.
- (j) Informar al Fiduciario inmediatamente de ocurrido cualquier hecho o acto relacionado con la ejecución del Plan de Negocios que pudiera incidir considerablemente en la inversión realizada por los Titulares.
- (k) Determinar al finalizar cada período trimestral los Fondos Netos Distribuibles e informarlo al Fiduciario para efectuar los pagos que correspondan. El Fiduciario tendrá la potestad de objetar dicha determinación.

Serán obligaciones del Administrador la defensa y conservación del Patrimonio Fideicomitado. El Administrador informará al Fiduciario a la brevedad posible de cualquier hecho o circunstancia que pudiera afectar adversamente el Patrimonio Fideicomitado y tomará prontamente todas las medidas conservatorias y de defensa que resultaren convenientes y le fueran posibles, sin perjuicio de las que el Fiduciario pudiera tomar.

5. PLAZO Y CAUSALES DE REVOCACIÓN DEL ADMINISTRADOR

Este contrato se mantendrá vigente y válido durante toda la vida del Fideicomiso. La terminación anticipada del Fideicomiso no dará derecho a indemnización de clase alguna para el Administrador.

Por decisión de la Mayoría Especial de Titulares, se procederá la remoción del Administrador, sin que ello otorgue derecho a indemnización alguna, cuando ocurra cualquiera de estos hechos respecto del Administrador:

- (a) incumplimiento calificado en cuanto a su naturaleza, gravedad y consecuencias de alguna de sus obligaciones, y no lo remediare dentro del plazo de treinta (30) Días Hábiles de recibida la pertinente intimación del Fiduciario;
- (b) no brindare al Fiduciario la información correspondiente y necesaria, conforme al Contrato de Fideicomiso, para que el Fiduciario cumpla con la carga informativa que le es propia frente a los Titulares;
- (c) no otorgare en tiempo oportuno los actos públicos y/o privados que fueran necesarios para el Fiduciario para cumplir con la finalidad del Fideicomiso;
- (d) fuera decretado contra el Administrador un embargo, inhibición, o cualquier otra medida cautelar por un monto acumulado superior al diez por ciento (10%) del



Ez N° 109243



ESC. ANA ELENA FERREIRA - 13403/6

valor nominal de los Valores emitidos y en circulación, y dichas medidas cautelares o definitivas no fueran levantadas en el plazo de treinta (30) Días Hábiles, exceptuando de este caso a las contingencias laborales entabladas al Fideicomiso por personal de las empresas tercerizadas;

- (e) la disolución o concurso del Administrador,
- (f) el BCU emitiera una nota, dictamen, resolución u opinión desfavorable sobre la actuación del Administrador, o sugirieran o solicitaran el cambio del Administrador.

El Administrador se obliga a informar al Fiduciario, en forma fehaciente, a más tardar al tercer Día Hábil siguiente al de haber tomado conocimiento por cualquier medio, el acaecimiento de cualquiera de las situaciones antes detalladas, sin perjuicio de los controles que deba efectuar el Fiduciario. El incumplimiento de esta obligación será también una causal de remoción del Administrador, excepto que el Administrador acredite en forma fehaciente que tales causales han cesado de existir.

El Administrador tendrá derecho a percibir la retribución prevista devengada hasta el momento de su remoción. Los gastos y honorarios relacionados con dicha remoción con causa, serán de cargo del Administrador.

6. DESIGNACIÓN DEL ADMINISTRADOR SUSTITUTO

En cualquier caso de inhabilitación, remoción o cualquier otro supuesto de vacancia en el cargo del Administrador, el Fiduciario requerirá de inmediato el consentimiento de la Mayoría Absoluta de Titulares para el nombramiento del Administrador sustituto, a cuyo efecto propondrá como mínimo tres (3) posibles sustitutos.

Una vez designado por la Mayoría Absoluta de Titulares el Administrador sustituto, bastará la comunicación fehaciente al Administrador saliente de la designación y aceptación del cargo por parte del Administrador sustituto.

La sustitución del Administrador se hará efectiva una vez que se haya producido: (i) la designación del Administrador sustituto conforme lo dispuesto precedentemente, y (ii) la aceptación por parte del Administrador sustituto de dicha designación, la que deberá ser notificada al Fiduciario por escrito. Hasta tanto no se cumplan los requisitos antes mencionados, el Administrador deberá continuar en ejercicio de sus funciones.

Si dentro de los treinta (30) Días Hábiles de haber sido removido el Administrador por parte del Fiduciario, la Mayoría Absoluta de Titulares no hubiere designado un Administrador sustituto, o éste no hubiere asumido como tal, el Fiduciario podrá proceder a la liquidación del Fideicomiso.

Todos los gastos relacionados con la remoción y el nombramiento del Administrador sustituto serán a cargo del Fideicomiso, excepto para el caso de remoción con causa en la cual los gastos serán de cargo del Administrador.

7. CONFLICTOS DE INTERESES

En la actuación del Administrador, se aplicarán las siguientes reglas para prevenir posibles conflictos de intereses:

- (a) El Administrador y sus Vinculados no podrán realizar transacciones ni prestar servicios de cualquier naturaleza al Fideicomiso, salvo los previstos en el Contrato de Fideicomiso y el presente Contrato. El Administrador se obliga a

presentar al Fiduciario a la firma de este Contrato, una declaración jurada indicando todos sus Vinculados y se obliga a actualizar la misma toda vez que exista algún cambio.

- (b) Queda estrictamente prohibido a los directores y gerentes del Administrador ofrecer asesorías, consultorías o cualquier otro servicio de la misma naturaleza al Fideicomiso
- (c) El Fideicomiso tampoco podrá efectuar operaciones con personas deudoras del propio Administrador o de sus personas Vinculadas. No obstante, para estos efectos no se considerará como persona relacionada con el Administrador la que adquiera dicha condición como consecuencia de la inversión en ella de los recursos del Fideicomiso.

8. RETRIBUCIÓN DEL ADMINISTRADOR

En compensación por los servicios que el Administrador se obliga a prestar por el presente Contrato, el Administrador percibirá como retribución la suma de UI 280.184 más IVA por mes, hasta que finalicen todas las obras y se comercialicen todas las Unidades de todos los Proyectos. En caso que se hayan finalizado todas las obras y reste un saldo de menos de 10% de Unidades sin vender, el Administrador dejará de percibir su remuneración.

Serán de cargo del Administrador y se encuentra incluido en la remuneración que recibe, los honorarios de la estructura del equipo de Casasuru que incluye gastos de administración y ventas. También incluye las cargas sociales correspondientes.

No están incluidos en los honorarios del Administrador y se deberá hacer cargo el Fideicomiso los costos de ingenieros, arquitectos, asesores de obra (incluyendo agrimensor), los costos y honorarios notariales por control de ventas y reglamento de copropiedad, costo de marketing y campañas de publicidad masiva, comisiones de ventas del equipo de Casasuru, permisos de obra y los costos de terceras inmobiliarias.

9. RESPONSABILIDAD E INDEMNIDAD

El Administrador se obliga a cumplir con todas las obligaciones que este Contrato y el Contrato de Fideicomiso le ponen a su cargo. A tales efectos declara conocer y aceptar todos los términos y condiciones establecidos en el Contrato de Fideicomiso y se obliga a cumplir con los mismos en todo lo que le corresponda. El Administrador asume la total responsabilidad por cualquier incumplimiento que se genere por su accionar.

El Administrador se obliga a indemnizar y mantener indemne al Fideicomiso, el Fiduciario y los Titulares, en caso que se presente alguna reclamación, procedimiento o demanda en contra del Fideicomiso, el Fiduciario o los Titulares, en virtud de cualquiera de los actos realizados en su calidad de Administrador.

El Administrador se obliga a dar aviso por escrito al Fiduciario y a la Entidad Representante en forma inmediata, respecto de cualquier demanda o requerimiento judicial que estuviera relacionada con su actuación como Gestor, el Fideicomiso y/o el patrimonio del Fideicomiso.

El Fiduciario estará habilitado a no pagar los importes que le correspondan recibir al Administrador por concepto de remuneración, en caso que el Administrador incumpla



Ez N° 109244



ESC. ANA ELENA FERREIRA - 13403/6

con sus obligaciones, siempre que exista culpa o dolo de parte del Administrador, y hasta tanto no se subsane dicho incumplimiento.

10. MORA AUTOMÁTICA

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.

11. JURISDICCIÓN Y LEY APLICABLE

El presente Contrato se rige por y está sujeto a las leyes de la República Oriental del Uruguay. Para cualquier cuestión que se suscite en relación con este Contrato, serán competentes los Tribunales de la ciudad de Montevideo.

12. COMUNICACIONES

Todas las notificaciones, solicitudes u otras comunicaciones entre las partes se considerarán debidamente efectuadas cuando las mismas sean enviadas por cualquier medio fehaciente al domicilio constituido por cada parte en este Contrato.

13. APLICACIÓN DEL CONTRATO DE FIDEICOMISO

En todo lo no previsto en el presente Contrato, se regirá por el régimen dispuesto en el Contrato de Fideicomiso.

14. CONSENTIMIENTO

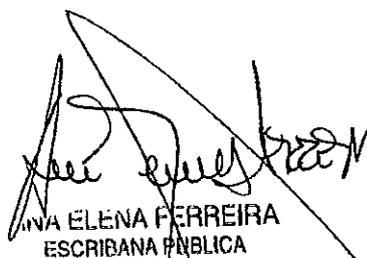
Las partes firman al pie del presente en señal de conformidad, en el lugar y fecha indicado en la comparecencia.

El presente contrato se suscribe en dos ejemplares del mismo tenor en la fecha indicada.

TESTIMONIO. Las tres fojas de fotocopias que anteceden CONCUERDAN BIEN Y FIELMENTE con el documento original de su mismo tenor, que tuve de manifiesto. EN FE DE ELLO; a solicitud de parte interesada y para su presentación ante quien corresponda, expido el presente en tres fojas de papel notarial de actuación de la serie Ez números 109242 a 109244 y lo sello, signo y firmo en Montevideo el doce de diciembre de dos mil catorce.-



ARANCEL OFICIAL	
Artículo	3
Honorario \$	438
Mont. Notarial \$	68
Fdo. Gremial \$	—


ANA ELENA FERREIRA
ESCRIBANA PUBLICA





MODIFICACIÓN CONTRATO DE ADMINISTRACIÓN

En Montevideo, el 6 de mayo de 2015, entre POR UNA PARTE: EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A. (en adelante el "Fiduciario"), representado en este acto por Sandra González, con domicilio en Juncal 1392, Montevideo; Y POR OTRA PARTE: CASASURU S.A. representado en este acto por Sebastián Sommer, con domicilio en Juncal 1392, Montevideo (en adelante el "Administrador" o "Casasuru"); convienen en celebrar la presente modificación de contrato de administración.

ANTECEDENTES

Con fecha 11 de diciembre de 2014, el Administrador y el Fiduciario celebraron un contrato de administración (en adelante el "Contrato") por el cual el Fiduciario designó al Administrador, y este aceptó, cumplir con el ejercicio de las funciones, atribuciones y deberes de administrador en los términos establecidos en dicho documento y en el Contrato de Fideicomiso

Con posterioridad a la firma del Contrato, las Partes acordaron modificar determinadas cláusulas del mismo, de acuerdo a los términos que se indican a continuación:

1. MODIFICACION DE LA CLAUSULA 3 – ADMINISTRACIÓN DEL FIDEICOMISO

Las Partes acuerdan modificar la cláusula 3 del Contrato – Administración del Fideicomiso, la que quedará redactada de la siguiente forma:

"El Fiduciario designa al Administrador, y este acepta, cumplir con el ejercicio de las funciones, atribuciones y deberes de administrador en los términos del presente Contrato y el Contrato de Fideicomiso

El Administrador cumplirá la tarea de llevar adelante la implementación del Plan de Negocios."

2. MODIFICACION DE LA CLAUSULA 4 – FUNCIONES Y RESPONSABILIDADES DEL ADMINISTRADOR

Las Partes acuerdan modificar la cláusula 4 del Contrato – Funciones y Responsabilidades del Administrador, la que quedará redactada de la siguiente forma:

"El Administrador tendrá a su cargo específicamente las siguientes funciones y responsabilidades, sin perjuicio de las que se detallan en el Plan de Negocios:

- (a) Ejecutar el Plan de Negocios.
- (b) Tramitar todos los permisos y autorizaciones correspondientes para el desarrollo de los Proyectos y presentar toda la documentación que acredite la obtención de los mismos.
- (c) Preparación de los reportes trimestrales sobre el avance de los Proyectos y las ventas. Dichos reportes deberán ser remitidos al Fiduciario dentro de los primeros veinte días posteriores a la finalización del respectivo trimestre.
- (d) Negociar los contratos que sean necesarios con los proveedores.
- (e) Realizar los controles de ejecución y calidad de los proveedores y terceros que

se contraten para desarrollar las actividades.

- (f) Exigir y cumplir con todas las normativas, leyes, y obligaciones pertinentes al sector y al país.
- (g) Realizar las gestiones que sean necesarias para que los Deudores realicen los pagos de cualquier suma que éstos deban abonar al Fideicomiso. A estos efectos, el Administrador podrá iniciar las acciones que sean necesarias para reclamar dichos pagos.
- (h) Gestionar todas las compras, arrendamientos y contrataciones que resulten necesarias a fin de ejecutar el Plan de Negocios.
- (i) Confeccionar el presupuesto para cada etapa de los Proyectos.
- (j) Informar al Fiduciario inmediatamente de ocurrido cualquier hecho o acto relacionado con la ejecución del Plan de Negocios que pudiera incidir considerablemente en la inversión realizada por los Titulares.
- (k) Presentar trimestralmente el informe sobre Fondos Netos Distribuibles, dentro de los veinte días del cierre de cada trimestre calendario, debiendo el Fiduciario determinar la existencia de Fondos Netos Distribuibles antes del día treinta de dicho mes.

Serán obligaciones del Administrador la defensa y conservación del Patrimonio Fideicomitado. El Administrador informará al Fiduciario a la brevedad posible de cualquier hecho o circunstancia que pudiera afectar adversamente el Patrimonio Fideicomitado y tomará prontamente todas las medidas conservatorias y de defensa que resultaren convenientes y le fueran posibles, sin perjuicio de las que el Fiduciario pudiera tomar."

3. VIGENCIA

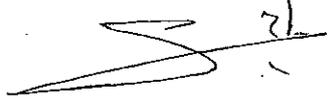
En todo lo no modificado por el presente, continúan vigentes y válidas todas las cláusulas incluidas en el Contrato.

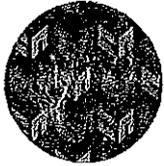
4. CONSENTIMIENTO

Las partes firman al pie del presente en señal de conformidad, en el lugar y fecha indicado en la comparecencia.

La presente Modificación de Contrato se suscribe en dos ejemplares del mismo tenor en la fecha indicada.


Por EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A


Por CASASURU S.A.



PAPEL NOTARIAL DE ACTUACIÓN

Fb N° 763815



ESC. ALEXANDRA KARINA ROVERE RUIZ - 13759/2

TESTIMONIO. La foja de fotocopia que antecede CONCUERDA BIEN Y FIELMENTE con el original de su mismo tenor que tengo de manifiesto. EN FE DE ELLO; a solicitud de parte interesada y para su presentación ante quien corresponda, expido el presente en dos fojas de Papel Notarial de Actuación de la Serie Fb números 763814 y 763815, y lo sello, signo y firmo en Montevideo el once de mayo de dos mil quince.-



ARANCEL OFICIAL	
Artículo	8
Honorarios \$	385
Mont. Notarial \$	60
Fdo. Gremial \$	-

Alexandra Ruiz
 ALEXANDRA ROVERE RUIZ
 ESCRIBANA PÚBLICA

f

ANEXO 3
DOCUMENTO DE EMISIÓN
CERTIFICADOS DE PARTICIPACION SERIE A

El [--] de [-----] de 2015, **EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A.**, en su calidad de fiduciario del fideicomiso "Fideicomiso Financiero Casasuru de Desarrollo de Viviendas de Interés Social I" (en adelante el "Fiduciario"), con domicilio en Juncal 1392, Montevideo, emite valores conforme a los siguientes términos y condiciones.

1. ANTECEDENTES

El presente Documento de Emisión se celebra de acuerdo a lo establecido en el Contrato de Fideicomiso de fecha 11 de diciembre de 2014 por el cual se constituyó el Fideicomiso Financiero Casasuru de Desarrollo de Viviendas de Interés Social I" (en adelante el "Contrato de Fideicomiso"), y establece los términos y condiciones en los que el Fiduciario emite Certificados de Participación a favor de los Titulares, en la forma que se detalla en este Documento de Emisión, en el Contrato de Fideicomiso y en el Prospecto.

2. DEFINICIONES

Los términos en mayúsculas tendrán el mismo significado que el atribuido a los mismos en el Contrato de Fideicomiso.

3. TÉRMINOS Y CONDICIONES DE LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

Por el presente Documento de Emisión, el Fiduciario emite Certificados de Participación Serie A en los resultados y remanente del Fideicomiso (en adelante los "Certificados de Participación" o los "Valores") a favor de los Titulares, de acuerdo a los términos y condiciones que se indican a continuación.

Los derechos de los Titulares están sujetos a las limitaciones y condiciones establecidas expresamente en el Prospecto, el Contrato de Fideicomiso y en el presente Documento de Emisión. Por el hecho de adquirir los Valores, los Titulares reconocen conocer el Prospecto y el Contrato de Fideicomiso y declaran aceptar todos los términos de los mismos.

3.1. Monto y moneda

El monto total de la emisión de Valores es de UI [] (Unidades Indexadas []). El valor nominal de cada Valor será de UI 10.000 (Unidades Indexadas diez mil) No se admitirán transferencias, gravámenes o afectaciones fraccionadas de los Valores.

3.2. Garantía

Los Valores están únicamente garantizados y serán exclusivamente pagados con los Activos que forman parte del patrimonio del Fideicomiso, en las condiciones establecidas en el Contrato de Fideicomiso.

Al adquirir los Valores, los Titulares comprenden y aceptan que los derechos emergentes de los mismos, están sujetos a los términos, condiciones y limitaciones que se indican en el Contrato de Fideicomiso, y que en ningún caso el texto de este Documento de Emisión modifica, extiende o anula las estipulaciones expresamente contenidas en dicho documento.

3.3. Distribuciones por la participación

Se realizarán distribuciones a los Titulares de los Certificados de Participación Serie A, toda vez que existan Fondos Netos Distribuibles, de acuerdo al siguiente mecanismo y orden de prioridad:

- Repago del capital de los Certificados de Participación Serie A
- Repago del capital de los Certificados de Participación de Serie B
- Del remanente, que corresponde a la Utilidad del Fideicomiso:
 - El 88% de la Utilidad del Fideicomiso se distribuirá entre los Titulares de los Certificados de Participación de la Serie A.
 - El 12% de la Utilidad del Fideicomiso se distribuirá entre los Titulares de los Certificados de Participación de la Serie B.
 - Una vez que la TIR de los Certificados de Participación Serie A alcance el 20% anual (la cual será calculada mensualmente por el Fiduciario), el Administrador tendrá derecho a cobrar honorario de éxito equivalente al 10% de la Utilidad del Fideicomiso, y el remanente se alojará de la siguiente manera:
 - o el 65% a los Titulares de los Certificados de Participación Serie A, y
 - o el 35% a los Titulares de los Certificados de Participación Serie B.
 - El Fiduciario procederá a informar a los Titulares cuando se alcance la TIR anual de 20%, procediendo a retener en un fondo de reserva el equivalente al honorario de éxito pactado a favor del Administrador, retención que será realizada en forma mensual en la medida que el cálculo de la TIR anual confirme el objetivo de 20%.
 - En la fecha de terminación del Fideicomiso (o antes si una Mayoría Especial de Titulares lo aprueba), el Fiduciario procederá a pagar el honorario de éxito al Administrador, calculado a dicha fecha, utilizando los fondos mantenidos en la cuenta de reserva. Los fondos mantenidos en el fondo de reserva podrán ser invertidos en instrumentos en UI o Pesos Uruguayos emitidos por el Estado Uruguayo o el BCU, con un plazo máximo de 2 años.
 - En caso de exceso de fondos en dicho fondo de reserva, los mismos serán distribuidos de acuerdo a la participación establecida, así como si hubiera faltante de fondos para el pago de la comisión de éxito se utilizarán los fondos operativos remanentes para compensar al Administrador.
 - El Fiduciario será el encargado de calcular mensualmente la TIR (Tasa Interna de Retorno) y anualizarla todos los meses. El cálculo de la misma tendrá en cuenta los desembolsos iniciales en etapas tal cual está previsto y los flujos que mensualmente recibirán los Titulares de Certificados de Participación Serie A de acuerdo a la distribución pactada.

- La TIR es igual a "t" y se calculará como:

$$0 = -\sum_{i=0}^T D_i \times (1+t)^{\left(\frac{i}{365}\right)} + \sum_{j=0}^T E_j \times (1+t)^{\left(\frac{j}{365}\right)}$$

"D_i": significa el monto pagado por un Inversor en el día i siguiente a la Fecha de Inversión (cualquier tipo de pago: acciones, bonos, prestamos, etc.).

"E_j": significa el monto neto recibido por un Inversor en el día j, siguiente a la Fecha de Inversión (cualquier tipo de cobro: venta de acciones, repago de préstamos, repago de bonos, comisiones, etc.); neto de impuestos a la renta u otros impuestos similares a ser pagados por el Inversor.

"T": significa el número de días entre la Fecha de Inversión y la fecha de salida de la inversión en una empresa por parte del Inversor.

El Administrador deberá presentar su informe trimestral, dentro de los 20 días del cierre de cada trimestre calendario, debiendo el Fiduciario determinar la existencia de Fondos Netos Distribuibles antes del día 30 de dicho mes.

Los pagos serán realizados en forma trimestral, el día 30 del mes siguiente al cierre de cada trimestre calendario, en la medida que existan Fondos Netos Distribuibles, según sea determinado por el Fiduciario, de acuerdo al informe elaborado por el Administrador a tales efectos.

Todos los pagos se realizarán en Pesos Uruguayos por el equivalente a las Unidades Indexadas que correspondan en cada caso de acuerdo a la cotización del día de la UI.

3.4. Plazo

Los Certificados de Participación Serie A existirán hasta la liquidación del Fideicomiso.

3.5. Limitación de responsabilidad

EL FIDUCIARIO NO ASUME RESPONSABILIDAD PATRIMONIAL ALGUNA FRENTE A LOS TITULARES, POR LA FALTA DE PAGO DE LOS VALORES.

LOS BIENES DEL FIDUCIARIO NO RESPONDERÁN POR LAS OBLIGACIONES CONTRAÍDAS EN LA EJECUCIÓN DEL FIDEICOMISO Y POR LA EMISION DE LOS VALORES. ESTAS OBLIGACIONES SERÁN SATISFECHAS EXCLUSIVAMENTE CON LOS BIENES DEL FIDEICOMISO, DE ACUERDO CON EL ARTÍCULO 8 DE LA LEY 17.703.

4. PAGO A LOS TITULARES

Los pagos de las sumas adeudadas bajo los Valores se harán efectivos en cada Fecha de Pago, conforme a lo establecido en la cláusula 3.3 del presente Documento de Emisión.

Todos los pagos a ser efectuados bajo los Valores serán netos y libres de toda imposición, tributo, gravamen, cargo, gasto o comisión de cualquier naturaleza que

resulten aplicables al Fideicomiso en el presente o en el futuro en Uruguay, los que serán en todos los casos de cargo y cuenta del patrimonio del Fideicomiso.

El Fiduciario como emisor de los Valores y de acuerdo a las normas tributarias vigentes, procederá a retener en todos los casos el Impuesto a la Renta que corresponda sobre cada pago de intereses de los Valores, excepto en el caso de aquellos Titulares que no les corresponda la aplicación de retenciones de Impuesto a la Renta de las Personas Físicas ("IRPF") o Impuesto a la Renta de No Residentes ("IRNR") y que notifiquen expresamente al Fiduciario, previo a cada Fecha de Pago, que no corresponde realizar dicha retención por su tenencia de Valores. Dicha notificación previa a cada pago no será necesaria en el caso de los Titulares que sean Fondos de Ahorro Previsional.

A los efectos de emitir el resguardo por la retención efectuada, el Titular deberá presentarse ante el Fiduciario para que éste confirme su tenencia al momento de la retención y emita el respectivo resguardo.

5. PROCEDIMIENTO DE PAGO

Los pagos se realizarán por el Fiduciario a través de transferencia electrónica a la cuenta indicada por el Titular a tales efectos al momento de anotarse en el Registro.

El Fiduciario 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 del mismo. El Fiduciario 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.

6. REGISTRO DE LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

La entidad registrante llevará un Registro de los Valores, así como cuentas de cada uno de los suscriptores de los Valores. También se inscribirán en el Registro todos los negocios jurídicos que se realicen con los Valores, y cualquier otra mención que derive de sus respectivas situaciones jurídicas, así como sus modificaciones.

El Registro podrá llevarse por medios físicos o electrónicos.

Los Valores serán escriturales, siendo de aplicación los artículos 14 y siguientes de la Ley 18.627

La entidad registrante emitirá a los Titulares que resulten del Registro, una constancia escrita acreditante de su calidad de tal, con los datos identificatorios del Titular, valor nominal y residual de los Valores, y cualquier otra constancia o aclaración que la entidad registrante estime conveniente.

7. MODIFICACIÓN DE LAS CONDICIONES DE LA EMISIÓN

Los términos y condiciones de la emisión de los Valores, podrán ser modificados por el Fiduciario con el consentimiento de la Mayoría Absoluta de Titulares, con excepción de alguna de las siguientes modificaciones, las que no podrán ser acordadas si no es con el voto conforme de uno o más de los Titulares cuyos Valores representen un valor nominal superior al 75% del total de Valores emitidos y en circulación:

- (a) Modificar las condiciones de emisión de los Valores.
- (b) La extinción del Fideicomiso en caso de insuficiencia patrimonial del Fideicomiso o en caso que no se obtengan los permisos más relevantes vinculados con el desarrollo de los Proyectos.
- (c) Aprobar cambios al Plan de Negocios sugeridos por el Administrador
- (d) La sustitución de la Entidad Representante.

8. OTRAS OBLIGACIONES Y RESPONSABILIDADES DEL FIDUCIARIO

En todos los casos en que se requiera una actuación del Fiduciario que no estuviera contemplada o regulada expresamente por el Contrato de Fideicomiso o el Prospecto, el Fiduciario solicitará instrucciones expresas a los Titulares, estándose a lo que éstos resuelvan por Mayoría Absoluta de Titulares. El Fiduciario no realizará acto ni tomará conducta alguna si los Titulares no se reunieran, o si no adoptaran decisión por Mayoría Absoluta de Titulares. El Fiduciario no asumirá responsabilidad alguna por las consecuencias de su inacción, en caso de que los Titulares no se reúnan o no logren la mayoría necesaria para adoptar decisión.

La Asamblea de Titulares no podrá suministrar instrucciones al Fiduciario en el sentido de hacer o no hacer algo distinto de, o adicional a, lo establecido en este Documento de Emisión, en el Contrato de Fideicomiso o en el Prospecto, sin el consentimiento del Fiduciario.

Las instrucciones que los Titulares impartan conforme lo dispuesto anteriormente, sólo serán revocables si la orden de revocación es recibida por el Fiduciario antes de la fecha de su ejecución.

9. SUSTITUCIÓN DEL FIDUCIARIO

De acuerdo al Contrato de Fideicomiso, los Titulares pueden, bajo ciertas circunstancias, disponer la sustitución del Fiduciario por otro fiduciario que se encuentre autorizado para actuar como tal en la República Oriental del Uruguay.

La sustitución se llevará a cabo de acuerdo al mecanismo establecido en el Contrato de Fideicomiso.

10. 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.

El Fiduciario queda expresamente autorizado a informar a cualquier Titular que así lo solicite por escrito, indicando su voluntad de promover una decisión de la Asamblea de Titulares, una nómina de los nombres y domicilios registrados de los Titulares. Al adquirir los Valores, los Titulares reconocen y aceptan que autorizan expresamente al Fiduciario a otorgar dicha información, con el alcance establecido en dicha cláusula del Contrato de Fideicomiso.

11. ENTIDAD REGISTRANTE

El Fiduciario actúa como Entidad Registrante de la presente emisión, siendo el

encargado de llevar el Registro, de acuerdo a los términos incluidos en el presente Documento de Emisión.

12. COTIZACIÓN

Los Valores cotizarán en BEVSA

BEVSA NO ASUME RESPONSABILIDAD ALGUNA, PRINCIPAL NI DE GARANTÍA, POR EL PAGO PUNTUAL DE LAS OBLIGACIONES ASUMIDAS POR EL FIDEICOMISO FINANCIERO, NI POR LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PROSPECTO. LA INSCRIPCIÓN DE LOS VALORES FIDUCIARIOS EN EL REGISTRO DE EMISORES Y VALORES DE BEVSA NO REPRESENTA UNA RECOMENDACIÓN DE ÉSTA PARA LA ADQUISICIÓN DE LOS MISMOS, NI UNA PREDICCIÓN DE SU PUNTUAL CUMPLIMIENTO. BEVSA NO TIENE LA FACULTAD PARA, NI DEBER ALGUNO DE, REPRESENTAR A LOS TENEDORES DE VALORES FRENTE AL FIDUCIARIO FINANCIERO, ESPECIALMENTE ANTE CUALQUIER INCUMPLIMIENTO DE ÉSTE, SALVO EN EL CASO DE QUE LA INSTITUCIÓN HUBIERE SIDO DESIGNADA ENTIDAD REPRESENTANTE DE LOS MISMOS.

13. PROSPECTO

EF ASSET MANAGEMENT AFISA es responsable de la veracidad de la información económica, financiera y comercial incluida en el prospecto.

14. RATIFICACIÓN Y ACEPTACIÓN

La adquisición de los Valores por parte de los Titulares supone la ratificación y aceptación del presente Documento de Emisión, el Prospecto, el Contrato de Fideicomiso, así como de todos los demás contratos, estipulaciones, términos y condiciones de la emisión de los Valores.

15. 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 Valor haya declarado en el Registro que lleva el Fiduciario.

16. JURISDICCIÓN Y COMPETENCIA

Los Valores y las relaciones entre el Fiduciario, el Fideicomiso y los Titulares estarán sujetos a las leyes de la República Oriental del Uruguay y quedan sometidos a la jurisdicción de los tribunales de la ciudad de Montevideo.

17. REGISTRO DE LA EMISIÓN

La presente emisión de Valores se realiza en un todo conforme con la ley 18.627 de fecha de 16 de diciembre de 2009 y reglamentaciones vigentes, y fue inscripta en el Registro de Valores del Banco Central del Uruguay según Resolución de fecha 30 de junio de 2015, que habilita su oferta pública bajo la ley 18.627.

Por EF Asset Management AFISA

ANEXO 4
DOCUMENTO DE EMISIÓN
CERTIFICADOS DE PARTICIPACION SERIE B

El [--] de [-----] de 2015, **EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A.**, en su calidad de fiduciario del fideicomiso “Fideicomiso Financiero Casasuru de Desarrollo de Viviendas de Interés Social I” (en adelante el “Fiduciario”), con domicilio en Juncal 1392, Montevideo, emite valores conforme a los siguientes términos y condiciones.

1. ANTECEDENTES

El presente Documento de Emisión se celebra de acuerdo a lo establecido en el Contrato de Fideicomiso de fecha 11 de diciembre de 2014 por el cual se constituyó el Fideicomiso Financiero Casasuru de Desarrollo de Viviendas de Interés Social I” (en adelante el “Contrato de Fideicomiso”), y establece los términos y condiciones en los que el Fiduciario emite Certificados de Participación a favor de los Titulares, en la forma que se detalla en este Documento de Emisión, en el Contrato de Fideicomiso y en el Prospecto.

2. DEFINICIONES

Los términos en mayúsculas tendrán el mismo significado que el atribuido a los mismos en el Contrato de Fideicomiso.

3. TÉRMINOS Y CONDICIONES DE LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

Por el presente Documento de Emisión, el Fiduciario emite Certificados de Participación Serie B en los resultados y remanente del Fideicomiso (en adelante los “Certificados de Participación” o los “Valores”) a favor de los Titulares, de acuerdo a los términos y condiciones que se indican a continuación.

Los derechos de los Titulares están sujetos a las limitaciones y condiciones establecidas expresamente en el Prospecto, el Contrato de Fideicomiso y en el presente Documento de Emisión. Por el hecho de adquirir los Valores, los Titulares reconocen conocer el Prospecto y el Contrato de Fideicomiso y declaran aceptar todos los términos de los mismos.

3.1. Monto y moneda

El monto total de la emisión de Valores es de UI [] (Unidades Indexadas []). El valor nominal de cada Valor será de UI 10.000 (Unidades Indexadas diez mil) No se admitirán transferencias, gravámenes o afectaciones fraccionadas de los Valores.

3.2. Garantía

Los Valores están únicamente garantizados y serán exclusivamente pagados con los Activos que forman parte del patrimonio del Fideicomiso, en las condiciones establecidas en el Contrato de Fideicomiso.

Al adquirir los Valores, los Titulares comprenden y aceptan que los derechos emergentes de los mismos, están sujetos a los términos, condiciones y limitaciones que se indican en el Contrato de Fideicomiso, y que en ningún caso el texto de este Documento de Emisión modifica, extiende o anula las estipulaciones expresamente

contenidas en dicho documento.

3.3. Distribuciones por la participación

Se realizarán distribuciones a los Titulares de los Certificados de Participación Serie B, toda vez que existan Fondos Netos Distribuibles, de acuerdo al siguiente mecanismo y orden de prioridad:

- Repago del capital de los Certificados de Participación Serie A
- Repago del capital de los Certificados de Participación de Serie B
- Del remanente, que corresponde a la Utilidad del Fideicomiso:
 - El 88% de la Utilidad del Fideicomiso se distribuirá entre los Titulares de los Certificados de Participación de la Serie A.
 - El 12% de la Utilidad del Fideicomiso se distribuirá entre los Titulares de los Certificados de Participación de la Serie B.
 - Una vez que la TIR de los Certificados de Participación Serie A alcance el 20% anual (la cual será calculada mensualmente por el Fiduciario), el Administrador tendrá derecho a cobrar honorario de éxito equivalente al 10% de la Utilidad del Fideicomiso, y el remanente se alojará de la siguiente manera:
 - o el 65% a los Titulares de los Certificados de Participación Serie A, y
 - o el 35% a los Titulares de los Certificados de Participación Serie B.
 - El Fiduciario procederá a informar a los Titulares cuando se alcance la TIR anual de 20%, procediendo a retener en un fondo de reserva el equivalente al honorario de éxito pactado a favor del Administrador, retención que será realizada en forma mensual en la medida que el cálculo de la TIR anual confirme el objetivo de 20%.
 - En la fecha de terminación del Fideicomiso (o antes si una Mayoría Especial de Titulares lo aprueba), el Fiduciario procederá a pagar el honorario de éxito al Administrador, calculado a dicha fecha, utilizando los fondos mantenidos en la cuenta de reserva. Los fondos mantenidos en el fondo de reserva podrán ser invertidos en instrumentos en UI o Pesos Uruguayos emitidos por el Estado Uruguayo o el BCU, con un plazo máximo de 2 años.
 - En caso de exceso de fondos en dicho fondo de reserva, los mismos serán distribuidos de acuerdo a la participación establecida, así como si hubiera faltante de fondos para el pago de la comisión de éxito se utilizarán los fondos operativos remanentes para compensar al Administrador.
 - El Fiduciario será el encargado de calcular mensualmente la TIR (Tasa Interna de Retorno) y anualizarla todos los meses. El cálculo de la misma tendrá en cuenta los desembolsos iniciales en etapas tal cual está previsto y los flujos que mensualmente recibirán los Titulares de Certificados de Participación Serie A de acuerdo a la distribución pactada.

- La TIR es igual a "t" y se calculará como:

$$0 = -\sum_{i=0}^T D_i \times (1+t)^{\left(\frac{i}{365}\right)} + \sum_{j=0}^T E_j \times (1+t)^{\left(\frac{j}{365}\right)}$$

"D_i": significa el monto pagado por un Inversor en el día i siguiente a la Fecha de Inversión (cualquier tipo de pago: acciones, bonos, prestamos, etc.).

"E_j": significa el monto neto recibido por un Inversor en el día j , siguiente a la Fecha de Inversión (cualquier tipo de cobro: venta de acciones, repago de préstamos, repago de bonos, comisiones, etc.); neto de impuestos a la renta u otros impuestos similares a ser pagados por el Inversor.

"T" : significa el número de días entre la Fecha de Inversión y la fecha de salida de la inversión en una empresa por parte del Inversor.

El Administrador deberá presentar su informe trimestral, dentro de los 20 días del cierre de cada trimestre calendario, debiendo el Fiduciario determinar la existencia de Fondos Netos Distribuibles antes del día 30 de dicho mes.

Los pagos serán realizados en forma trimestral, el día 30 del mes siguiente al cierre de cada trimestre calendario, en la medida que existan Fondos Netos Distribuibles, según sea determinado por el Fiduciario, de acuerdo al informe elaborado por el Administrador a tales efectos.

Todos los pagos se realizarán en Pesos Uruguayos por el equivalente a las Unidades Indexadas que correspondan en cada caso de acuerdo a la cotización del día de la UI publicada por el Instituto Nacional de Estadística (INE).

3.4. Plazo

Los Certificados de Participación Serie B existirán hasta la liquidación del Fideicomiso.

3.5. Limitación de responsabilidad

EL FIDUCIARIO NO ASUME RESPONSABILIDAD PATRIMONIAL ALGUNA FRENTE A LOS TITULARES, POR LA FALTA DE PAGO DE LOS VALORES.

LOS BIENES DEL FIDUCIARIO NO RESPONDERÁN POR LAS OBLIGACIONES CONTRAÍDAS EN LA EJECUCIÓN DEL FIDEICOMISO Y POR LA EMISION DE LOS VALORES. ESTAS OBLIGACIONES SERÁN SATISFECHAS EXCLUSIVAMENTE CON LOS BIENES DEL FIDEICOMISO, DE ACUERDO CON EL ARTÍCULO 8 DE LA LEY 17.703.

4. PAGO A LOS TITULARES

Los pagos de las sumas adeudadas bajo los Valores se harán efectivos en cada Fecha de Pago, conforme a lo establecido en la cláusula 3.3 del presente Documento de Emisión.

Todos los pagos a ser efectuados bajo los Valores serán netos y libres de toda imposición, tributo, gravamen, cargo, gasto o comisión de cualquier naturaleza que

resulten aplicables al Fideicomiso en el presente o en el futuro en Uruguay, los que serán en todos los casos de cargo y cuenta del patrimonio del Fideicomiso.

El Fiduciario como emisor de los Valores y de acuerdo a las normas tributarias vigentes, procederá a retener en todos los casos el Impuesto a la Renta que corresponda sobre cada pago de intereses de los Valores, excepto en el caso de aquellos Titulares que no les corresponda la aplicación de retenciones de Impuesto a la Renta de las Personas Físicas ("IRPF") o Impuesto a la Renta de No Residentes ("IRNR") y que notifiquen expresamente al Fiduciario, previo a cada Fecha de Pago, que no corresponde realizar dicha retención por su tenencia de Valores. Dicha notificación previa a cada pago no será necesaria en el caso de los Titulares que sean Fondos de Ahorro Previsional.

A los efectos de emitir el resguardo por la retención efectuada, el Titular deberá presentarse ante el Fiduciario para que éste confirme su tenencia al momento de la retención y emita el respectivo resguardo.

5. PROCEDIMIENTO DE PAGO

Los pagos se realizarán por el Fiduciario a través de transferencia electrónica a la cuenta indicada por el Titular a tales efectos al momento de anotarse en el Registro.

El Fiduciario 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 del mismo. El Fiduciario 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.

6. REGISTRO DE LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

La entidad registrante llevará un Registro de los Valores, así como cuentas de cada uno de los suscriptores de los Valores. También se inscribirán en el Registro todos los negocios jurídicos que se realicen con los Valores, y cualquier otra mención que derive de sus respectivas situaciones jurídicas, así como sus modificaciones.

El Registro podrá llevarse por medios físicos o electrónicos.

Los Valores serán escriturales, siendo de aplicación los artículos 14 y siguientes de la Ley 18.627

La entidad registrante emitirá a los Titulares que resulten del Registro, una constancia escrita acreditante de su calidad de tal, con los datos identificatorios del Titular, valor nominal y residual de los Valores, y cualquier otra constancia o aclaración que la entidad registrante estime conveniente.

7. MODIFICACIÓN DE LAS CONDICIONES DE LA EMISIÓN

Los términos y condiciones de la emisión de los Valores, podrán ser modificados por el Fiduciario con el consentimiento de la Mayoría Absoluta de Titulares, con excepción de alguna de las siguientes modificaciones, las que no podrán ser acordadas si no es con el voto conforme de uno o más de los Titulares cuyos Valores representen un valor nominal superior al 75% del total de Valores emitidos y en circulación:

- (a) Modificar las condiciones de emisión de los Valores.
- (b) La extinción del Fideicomiso en caso de insuficiencia patrimonial del Fideicomiso o en caso que no se obtengan los permisos más relevantes vinculados con el desarrollo de los Proyectos.
- (c) Aprobar cambios al Plan de Negocios sugeridos por el Administrador
- (d) La sustitución de la Entidad Representante.

8. OTRAS OBLIGACIONES Y RESPONSABILIDADES DEL FIDUCIARIO

En todos los casos en que se requiera una actuación del Fiduciario que no estuviera contemplada o regulada expresamente por el Contrato de Fideicomiso o el Prospecto, el Fiduciario solicitará instrucciones expresas a los Titulares, estándose a lo que éstos resuelvan por Mayoría Absoluta de Titulares. El Fiduciario no realizará acto ni tomará conducta alguna si los Titulares no se reunieran, o si no adoptaran decisión por Mayoría Absoluta de Titulares. El Fiduciario no asumirá responsabilidad alguna por las consecuencias de su inacción, en caso de que los Titulares no se reúnan o no logren la mayoría necesaria para adoptar decisión.

La Asamblea de Titulares no podrá suministrar instrucciones al Fiduciario en el sentido de hacer o no hacer algo distinto de, o adicional a, lo establecido en este Documento de Emisión, en el Contrato de Fideicomiso o en el Prospecto, sin el consentimiento del Fiduciario.

Las instrucciones que los Titulares impartan conforme lo dispuesto anteriormente, sólo serán revocables si la orden de revocación es recibida por el Fiduciario antes de la fecha de su ejecución.

9. SUSTITUCIÓN DEL FIDUCIARIO

De acuerdo al Contrato de Fideicomiso, los Titulares pueden, bajo ciertas circunstancias, disponer la sustitución del Fiduciario por otro fiduciario que se encuentre autorizado para actuar como tal en la República Oriental del Uruguay.

La sustitución se llevará a cabo de acuerdo al mecanismo establecido en el Contrato de Fideicomiso.

10. 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.

El Fiduciario queda expresamente autorizado a informar a cualquier Titular que así lo solicite por escrito, indicando su voluntad de promover una decisión de la Asamblea de Titulares, una nómina de los nombres y domicilios registrados de los Titulares. Al adquirir los Valores, los Titulares reconocen y aceptan que autorizan expresamente al Fiduciario a otorgar dicha información, con el alcance establecido en dicha cláusula del Contrato de Fideicomiso.

11. ENTIDAD REGISTRANTE

El Fiduciario actúa como Entidad Registrante de la presente emisión, siendo el

encargado de llevar el Registro, de acuerdo a los términos incluidos en el presente Documento de Emisión.

12. PROSPECTO

EF ASSET MANAGEMENT AFISA es responsable de la veracidad de la información económica, financiera y comercial incluida en el prospecto.

13. RATIFICACIÓN Y ACEPTACIÓN

La adquisición de los Valores por parte de los Titulares supone la ratificación y aceptación del presente Documento de Emisión, el Prospecto, el Contrato de Fideicomiso, así como de todos los demás contratos, estipulaciones, términos y condiciones de la emisión de los Valores.

14. 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 Valor haya declarado en el Registro que lleva el Fiduciario.

15. JURISDICCIÓN Y COMPETENCIA

Los Valores y las relaciones entre el Fiduciario, el Fideicomiso y los Titulares estarán sujetos a las leyes de la República Oriental del Uruguay y quedan sometidos a la jurisdicción de los tribunales de la ciudad de Montevideo.

16. OFERTA PRIVADA

La presente emisión de Valores se realiza en forma privada y los mismos no se encuentran inscriptos en el Registro de Valores del Banco Central del Uruguay.

Los Certificados de Participación se emiten mediante oferta privada, no estando autorizada su oferta pública.

Por EF Asset Management AFISA

ANEXO 5
CONTRATO DE ENTIDAD REPRESENTANTE



Ez N° 109245



ESC. ANA ELENA FERREIRA - 13403/8

CONTRATO DE ENTIDAD REPRESENTANTE

En la ciudad de Montevideo, el día 11 de diciembre de 2014, entre, por una parte, EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A., en su calidad de fiduciario del " " (en adelante, el "Fideicomiso"), representada en este acto por Diego Rodríguez, con domicilio en Juncal 1392 de esta ciudad (en adelante el "Emisor" o "EF AFISA") y, por otra parte, Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A., representada en este acto por Eduardo Barbieri, con domicilio en Misiones 1537, piso 7 de esta ciudad (en adelante, la "Entidad Representante" o "BEVSA"); convienen en celebrar el presente Contrato de Entidad Representante (el "Contrato"), conforme a los siguientes términos y condiciones.

1. ANTECEDENTES

1.1. Con fecha 11 de diciembre de 2014, se celebró un contrato de fideicomiso financiero denominado "Fideicomiso Financiero Casasuru de Desarrollo de Viviendas de Interés Social I" entre EF Asset Management AFISA en su calidad de fiduciario financiero y Mulery S.A. y Nurwoly S.A. como fideicomitentes (en adelante el "Contrato de Fideicomiso").

1.2. De conformidad con lo establecido en el Contrato de Fideicomiso, el Fiduciario (actuando en su calidad de fiduciario bajo el Contrato de Fideicomiso) emitirá certificados de participación sobre los resultados y el remanente del Fideicomiso en Series A por oferta pública (en adelante, los "Certificados de Participación Serie A") y B por oferta privada (en adelante, los "Certificados de Participación Serie B", y conjuntamente con los Certificados de Participación Serie A, los "Certificados de Participación" o los "Valores"), por un monto de hasta U\$ 140.500.000 (en adelante, la "Emisión"), al amparo de lo dispuesto por la ley N° 18.627.

1.3. En función de los antecedentes reseñados, es intención del Emisor contratar a BEVSA para que oficie de entidad representante de los Certificados de Participación, de acuerdo a los siguientes términos y condiciones.

2. OBJETO

2.1 El Emisor designa en este acto a BEVSA como Entidad Representante de la emisión de los Valores al amparo de lo dispuesto en la Ley N° 18.627 (la "Ley de Mercado de Valores") y arts. 456, 457 y 484 de la Ley N° 16.060, Decreto Reglamentario N° 322/011, y Recopilación de Normas de Mercado de Valores del BCU 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 Valores registrados ante el Fiduciario o la entidad registrante que eventualmente lo sustituya (en adelante, los "Titulares"), 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 Valores, así como otras obligaciones contraídas por el Emisor, adicionales e independientes de las resultantes de este Contrato.


ANA ELENA FERRER
ESCRIBANA PUBLICA



Ez N° 109246



ESC. ANA ELENA FERREIRA - 13403/6

3. OBLIGACIONES DE EF AFISA

El Fiduciario en su calidad de fiduciario del Fideicomiso: (a) garantiza a la Entidad Representante y, a través de él, a los Titulares, la veracidad de los datos contenidos en el prospecto de emisión y la razonabilidad de las proyecciones allí contenidas; (b) indemnizará y mantendrá indemne a la Entidad Representante por cualquier perjuicio que pudiera irrogársele en el cumplimiento de este Contrato; (c) le suministrará a la Entidad Representante toda la información económica – financiera y del estado de los negocios del Fideicomiso y/o del Emisor que razonablemente le requiera para el debido cumplimiento del encargo; d) 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 Valores, 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 las bolsas de valores en donde coticen los Valores; (e) soportará, y en su caso reintegrará a BEVSA, todos los gastos que efectúe la Entidad Representante para la suscripción y el cumplimiento del presente Contrato en la protección de los derechos e intereses de los Titulares (incluyendo en todos los casos, los honorarios profesionales de su asesores legales); (f) abonará a la Entidad Representante la remuneración pactada; (g) se entregará copia a la Entidad Representante de la información sobre el importe total recibido por la emisión de los Valores, los descuentos efectuados por los montos adeudados a la Entidad Representante u otros agentes de la emisión, según lo establecido en los respectivos contratos, así como de los Valores no colocados.

4. 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 los reglamentos de las bolsas de valores donde coticen los Valores.

5. OBLIGACIONES DE LA ENTIDAD REGISTRANTE

La Entidad Representante asumirá las siguientes obligaciones: (a) controlar las suscripciones e integraciones efectuadas; (b) asumir la representación legal de los Valores en tanto Titulares, con el alcance previsto en el presente Contrato, en el Contrato de Fideicomiso y en el Prospecto; (c) defender los derechos e intereses colectivos de los Titulares durante la vigencia de los Valores y hasta su cancelación total de acuerdo con la ley y con el presente Contrato.

6. REPRESENTACIÓN Y DEFENSA DE LOS DERECHOS DE LOS TITULARES

La Entidad Representante podrá realizar, en nombre y representación de los Titulares, los siguientes actos: (a) solicitar información relativa al Emisor 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 las bolsas en las cuales los Valores 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 corresponda; (d) ejecutar, en nombre de los Titulares, los actos jurídicos que disponga


ANA ELENA LEON
ESCRIBANA PUBLICA



Ez N° 109247



ESC. ANA ELENA FERREIRA - 13403/6

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 (a) del presente Contrato; (e) solicitar cualquier tipo de información a la Entidad Registrante (según este término se define en el Fideicomiso) relacionada con la presente emisión; (f) Informar a la Superintendencia de Servicios Financieros, al Fiduciario, y a los Titulares, a la mayor brevedad posible, sobre cualquier situación o evento que pudiera significar un conflicto de interés en sus actuaciones frente a los Titulares; g) Informar a los Titulares, a la mayor brevedad posible y por medios idóneos (entre los que se incluyen entre otros, el envío de información por correo electrónico denunciado por los Titulares), sobre cualquier incumplimiento por parte del Fideicomiso o del propio Fiduciario

7. EXONERACIÓN DE RESPONSABILIDAD

7.1 Desde ya los Titulares y el Emisor 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, de los Valores, ni de sus garantías, ni de los créditos cedidos al Fideicomiso. 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, pudiendo en todo caso deducirlos de los pagos que efectúe el Emisor y sin perjuicio de la obligación de éste de cubrirlos en su totalidad.

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 Emisor 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 Emisor que sirvan de protección adicional a los Titulares; (b) aclarar cualquier ambigüedad o disposición dudosa contenida en este Contrato, sus modificaciones o en los Valores; (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 las bolsas de valores en las cuales los Valores 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 EF AFISA como 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 el Documento de Emisión, en el Fideicomiso, o en cualquier otra documentación relacionada con esta emisión.

Ax
ANA ELENA FERRELL
ESCRIBANA PUBLICA



Ez N° 109248



ESC. ANA ELENA FERREIRA - 13403/6

8. 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 EF AFISA como entidad registrante o mediante publicación en dos diarios de amplia circulación en la capital, por tres días consecutivos) y al Emisor, con al menos 60 (sesenta) días corridos de anticipación. La rescisión no dará derecho al Emisor para reclamar la devolución de suma alguna que hubiere abonado a la Entidad Representante como retribución por sus servicios prestados de acuerdo a lo pactado en este contrato.

8.2 Comunicada la renuncia de la Entidad Representante, éste convocará una asamblea de Titulares que deberá designar, por el voto conforme de uno o más Titulares, cuyos Valores representen en conjunto un valor nominal superior al 75% (setenta y cinco por ciento) del total de Valores emitidos y en circulación a la fecha de que se trate, a la nueva entidad representante, la que deberá aceptar dentro de los 15 (quince) días siguientes a la resolución de la asamblea o de la mayoría requerida de Titulares. En ningún caso la nueva entidad representante podrá ser accionista, vinculada, controlante o controlada del Emisor (según la definición de los artículos 48 y 49 de la Ley N° 16.060). En caso que no se alcancen las mayorías establecidas anteriormente en la Asamblea, el Emisor procederá a la designación del sustituto suscribiendo el contrato correspondiente.

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 20% (veinte por ciento) del valor nominal de los Valores emitidos y en circulación, 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 Valores representen en conjunto un valor nominal superior al 75% (setenta y cinco por ciento) del total de Valores emitidos y en circulación a la fecha de que se trate, siendo de aplicación lo establecido en la cláusula 8.2 del presente.

9. 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 Fideicomiso o en Contrato de Entidad Representante o en los Valores como correspondiendo a los Titulares o a determinadas mayorías de 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 de su apoderado se podrá probar por cualquier

af
ANVA ELZAVIA LEITEIRO
ESCRITÓRIO PÚBLICA



Ez N° 109249



ESC. ANA ELENA FERREIRA - 13403/6

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 20% (veinte por ciento) del valor nominal de los Valores emitidos y en circulación, podrán convocar, a través de la Entidad Representante, una Asamblea de Titulares. La Entidad Representante la convocará dentro del plazo de 60 (sesenta) días de recibida la solicitud. (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 Documento de Emisión o en el Prospecto. (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 antes señalados, cuando se reúnan los Titulares que representen la totalidad de los Valores emitidos y en circulación.

9.3 Desarrollo de las Asambleas. (a) Asistencia: Las únicas personas que estarán facultadas para asistir a las Asambleas de Titulares serán los Titulares registrados con derecho a voto, los representantes del Fiduciario, el Administrador, la Entidad Registrante, las Bolsas de Valores en las que los Valores coticen, el BCU 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 o por un Titular o por cualquier tercero que la Entidad Representante designe. (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 Valores, que sea igual o mayor al porcentaje que corresponda a las mayorías que se requieran para adoptar las decisiones que se proponen. A fin de determinar el quórum para sesionar y las mayorías correspondientes para resolver, no se tendrán en cuenta ni tendrán derecho a voto en las Asambleas de Titulares, aquellos Titulares que tengan vinculación directa o indirecta con el Fiduciario. (e) Mayoría Absoluta de Titulares: Toda resolución de Titulares se adoptará por el voto conforme de al menos dos Titulares cuyos Valores representen en conjunto un valor nominal superior al 50% (cincuenta por ciento) del valor nominal de los Valores emitidos y en circulación, deducidos los Valores propiedad de los accionistas del Fiduciario, empresas o personas vinculadas, controlantes o controladas según lo definen los artículos 48 y 49 de la Ley 16.060, salvo que este Contrato, el Contrato de Entidad Representante, el Documento de Emisión o la legislación vigente requieran una mayoría superior. Se deja expresa constancia que los accionistas del Fiduciario, empresas vinculadas, controlantes o controladas pueden tener participación en las Asambleas por los Valores que sean sus titulares pero sus decisiones no serán computadas a los efectos del voto. (f) Derecho a voto: Tendrán derecho a voto aquellos Titulares presentes en la Asamblea que estén debidamente registrados como titulares de Valores según el registro llevado por la Entidad Registrante. Cada Valor dará derecho a un voto. A fin


ANA ELENA FERREIRA
ESCRIBANA PUBLICA



Ez N° 109250



ESC. ANA ELENA FERREIRA - 13403/6

de determinar los quórum para sesionar y las mayorías correspondientes para resolver, no se tendrán en cuenta ni tendrán derecho a voto aquellas Valores que hubieran sido adquiridas por sus accionistas del Fiduciario, empresas o personas vinculadas, controlantes o controladas según lo definen los artículos 48 y 49 de la Ley 16.060. La Entidad Representante podrá exigirle al Fiduciario que declare por escrito y bajo su responsabilidad si ha adquirido, directa o indirectamente, Valores 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. (g) Obligatoriedad de las resoluciones de las Asambleas: Toda decisión adoptada en una Asamblea regularmente celebrada por el voto de Titulares que representen el porcentaje requerido para dicha decisión, será obligatoria para todos los Titulares, aún para los ausentes o disidentes.

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 Valores representen en conjunto un valor nominal superior al 75% (setenta y cinco por ciento) del total de Valores emitidos y en circulación, podrá resolver: (i) Modificar las condiciones de emisión de los Valores; (ii) La extinción del Fideicomiso en caso de insuficiencia patrimonial del Fideicomiso o en caso que no se obtengan los permisos más relevantes vinculados con el desarrollo de los Proyectos; (iii) Aprobar cambios al Plan de Negocios sugeridos por el Administrador; y (iv) La sustitución de la Entidad Representante.

9.5 Procedimiento de Ejecución: (a) Acciones por la Entidad Representante. Los Titulares por mayoría absoluta de Titulares tendrán derecho de establecer el tiempo, método y lugar para iniciar cualquier procedimiento judicial o extrajudicial contra el Emisor en su calidad de Fiduciario del Fideicomiso, a través de la Entidad Representante, pudiendo la Entidad Representante negarse a cumplir cualquier directiva si con el debido asesoramiento determinara que la acción o procedimiento instruido no es acorde a Derecho o si la Entidad Representante de buena fe y por resolución de sus órganos competentes o apoderados suficientes determina que la acción o procedimiento podría hacer incurrir en responsabilidad a la Entidad Representante o a los Titulares que no participen (no estando la Entidad Representante obligada a determinar si dichas acciones perjudican o no a dichos Titulares). (b) Iniciativa de la Entidad Representante: La instrucción a que se refiere el punto que antecede, es sin perjuicio de la facultad de la Entidad Representante de iniciar cualquier acción judicial o extrajudicial contra el Emisor que a su solo juicio sea conveniente para el conjunto de Titulares y que no sea inconsistente con la directiva de la mayoría de los Titulares. (c) Acciones individuales de ejecución: Los Titulares tendrán derecho a iniciar acciones individuales de ejecución contra el Emisor en su calidad de Fiduciario del Fideicomiso para el cobro de las sumas adeudadas bajo los Valores, de conformidad a lo dispuesto en el Documento de Emisión, sin perjuicio de lo señalado en el punto (d) siguiente. (d) Distribución a prorrata: En todos los casos de ejecución individual, conjunta o colectiva a través de la Entidad Representante, de las sumas adeudadas, el producido de la ejecución se distribuirá entre todos los Titulares a prorrata de la participación de cada uno de ellos en el monto total de la Emisión. En caso que en cumplimiento de esta cláusula un Titular entregare a la Entidad Representante (para su distribución entre los restantes Titulares) importes cobrados bajo sus Valores, simultáneamente se entenderá que cada Titular (excepto el Titular que hubiera efectuado el pago) ha cedido sin recurso al Titular que hubiera efectuado el pago antes referido tantos Valores como corresponda a su cuota parte de distribución en la suma abonada, debiendo la Entidad Representante implementar el mecanismo de prorrato y redondeo razonablemente para llevar adelante dicha distribución.


ANA ELENA FERREIR
ESCRIBANA PUBLICA



Ez N° 109251



ESC. ANA ELENA FERREIRA - 13403/6

9.6 Las mayorías establecidas en el presente Contrato refieren a la totalidad de los Valores en circulación tomados en conjunto, salvo en lo que refiere a la modificación de las condiciones de emisión que se tendrán en cuenta los Valores.

10. RETRIBUCIÓN DE LA ENTIDAD REPRESENTANTE

La Entidad Representante recibirá por los servicios que prestará en virtud de tal calidad y conforme a lo establecido en el presente Contrato, una comisión anual de UI 48.000 (Unidades Indexadas cuarenta y ocho mil) más IVA. Dicha suma será pagada por el Emisor de forma adelantada dentro de los 10 (diez) primeros días de cada período anual. La remuneración constituirá un "Gasto del Fideicomiso" bajo el Fideicomiso y será descontada y abonada a la Entidad Representante, en los términos de dicho Contrato de Fideicomiso.

11. GASTOS Y TRIBUTOS

11.1 Serán de cargo del Emisor, en su calidad de fiduciario del Fideicomiso, todos los gastos que se generen por la celebración y cumplimiento del presente Contrato (incluyendo los honorarios profesionales de sus asesores legales), así como los tributos presentes o futuros que graven el mismo o su ejecución, los cuales el Emisor se obliga a pagar, en su calidad de Fiduciario del Fideicomiso, a solo requerimiento de la Entidad Representante, aceptando como líquida y exigible la liquidación que a tales efectos se le formule, y que se considerarán "Gastos" del Fideicomiso.

11.2 El Emisor en su calidad de Fiduciario del Fideicomiso, garantiza y se obliga ante la Entidad Representante a reembolsarlo y mantenerlo indemne por todo gasto, costo, honorarios profesionales, tributo o indemnización que sean de cargo del Fideicomiso (incluidos dentro de los "Gastos" del Fideicomiso) y que deba incurrir en cumplimiento de lo pactado, o para las gestiones extrajudiciales o la ejecución judicial de las obligaciones del Emisor bajo este Contrato, el Fideicomiso o los Valores, y que se considerarán "Gastos" del Fideicomiso.

12. CONDICIÓN SUSPENSIVA

Todas las obligaciones de la Entidad Representante emergentes del presente Contrato, están sujetas a la condición suspensiva de la efectiva emisión de los Valores.

13. LEY APLICABLE

Este Contrato se registrará en su totalidad y exclusivamente por las leyes de la República Oriental del Uruguay.

14. 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 comparencia, los que se tendrán por especiales a todos los efectos del presente contrato.


ANA EL ENA FERREIRA
ESCRIBANA PUBLICA



Ez N° 109252



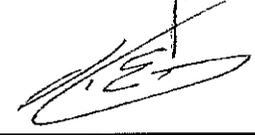
ESC. ANA ELENA FERREIRA - 13403/6

15. OTORGAMIENTO

El presente Contrato se firma en 3 (tres) ejemplares de igual tenor, en el lugar y fecha indicado en la comparecencia.



p. EF Asset Management AFISA

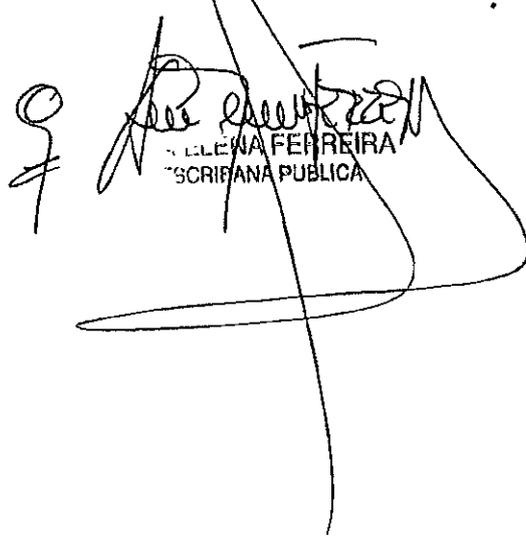


p. Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A.

4

TESTIMONIO. Las ocho fojas de fotocopias que anteceden CONCUERDAN BIEN Y FIELMENTE con el documento original de su mismo tenor, que tuve de manifiesto. EN FE DE ELLO; a solicitud de parte interesada y para su presentación ante quien corresponda, expido el presente en ocho fojas de papel notarial de actuación de la serie Ez números 109245 a 109252 y lo sello, signo y firmo en Montevideo el doce de diciembre de dos mil catorce.-




HELENA FERREIRA
SCRIFANA PUBLICA

ARANCEL OFICIAL	
Artículo	2
Honorario \$	803
Mont. Notarial \$	124
Fdo. Gremial \$	3



ANEXO 6
INFORME DE LA CALIFICADORA DE RIESGO



CARE

CALIFICADORA DE
— RIESGO —

**CALIFICACIÓN DE RIESGO DE
CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN EN EL DOMINIO
FIDUCIARIO DEL FIDEICOMISO FINANCIERO CASASURU DE
DESARROLLO DE VIVIENDAS DE INTERÉS SOCIAL I**

CARE Calificadora de Riesgo

Montevideo, Junio de 2015

CARE – Juncal 1437 – Oficina 106. Tel 9148866
www.care.com.uy- care@care.com.uy

SUMARIO	Página
RESUMEN GENERAL	3
SECCIÓN I INTRODUCCIÓN	4
SECCIÓN II EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACION	7
SECCIÓN III LA ADMNISTRACIÓN EL FIDUCIARIO Y EL ADMINISTRADOR	9
SECCIÓN IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO A FUTURO DE FONDOS	16
SECCION V EL ENTORNO	19
SECCION VI CALIFICACION DE RIESGO	23
ANEXO I INFORME DE CONTINGENCIAS JURIDICAS	
ANEXO II INFORME SECTORIAL	

SUMARIO

Calificación de Riesgo C.P. Fideicomiso
Financiero CASASURU desarrollo de viviendas
de interés social I 5-06-2015

Certificados de Participación Serie A por hasta
\$ 135.000.000 (pesos uruguayos ciento treinta
y cinco millones).

Distribuciones: Según resultados acumulados
realizados según procedimiento establecido.

Activo Fideicomitido: Bienes inmuebles
(proyectos), fondos líquidos e instrumentos
financieros adquiridos o mantenidos en
propiedad fiduciaria por el fideicomiso.

Fideicomitentes: Suscriptores iniciales de los
CP's, Mulery SA y Nurwoly SA

Emisor y Fiduciario: EF Asset Management
Administradora de Fondos de Inversión.

Administrador: CASASURU S.A.

Entidad Representante y Registrante: BEVSA

Administración y pago: EF Asset Management

Calificadora de Riesgo: CARE

Vigencia de la calificación: hasta el 30 de abril
de 2016.

Comité de Calificación: Ing. Julio Preve, Cr.
Martín Durán y Ec. Mayid Sáder Neffa

Asesor Jurídico de la emisión: Dr. Leandro
Rama Sierra

Calificación de riesgo de CPA: BBB. Uy¹²

stresses ajenos al negocio a los que razonablemente la emisora y la calificadora han sometido el proyecto. Destaca la fortaleza de la TIR de los flujos proyectados según el plan de negocios, ante sensibilizaciones severas vinculadas por ejemplo al tiempo de comercialización o al propio costo constructivo.

- El segmento socioeconómico elegido presenta una demanda no satisfecha y las tipologías elegidas en el proyecto como los métodos constructivos son adecuados según se destaca en el informe sectorial (Anexo II).
- La demanda "por consumo" de este tipo de vivienda está íntimamente relacionada con el crédito hipotecario. El administrador manifiesta una estrategia clara para adecuar a los promitentes compradores con las exigencias provenientes de las regulaciones bancarias para el otorgamiento de créditos hipotecarios.
- Existe una adecuada disponibilidad de crédito hipotecario (público y privado) para el público objetivo de este proyecto.
En cuanto a las políticas públicas sectoriales, existe buena aceptación del espectro político nacional sobre la consolidación de estímulos tanto a la oferta como a la demanda de vivienda en el segmento socioeconómico que focaliza el negocio en cuestión.

RESUMEN GENERAL

CARE ha calificado los certificados de participación Serie A en el dominio fiduciario del "Fideicomiso Financiero CASASURU de desarrollo de vivienda de interés social I" con la calificación BBB (uy) de grado inversor.¹

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 jurídico adjunto. (Anexo I).

- De modo especial se ha evaluado la capacidad de gestión de la empresa administradora del proyecto, CASASURU SA, que resulta crucial para el mismo. La empresa demuestra capacidad de llevar adelante el proyecto, posee una sólida reputación nacional con una trayectoria destacada y se somete a diversos controles de gestión. La figura del auditor de obra y su relación con el proyecto, resulta adecuada para controlar su ejecución. Por otra parte, el compromiso con el éxito del negocio se expresa en el aporte al fideicomiso de dos inmuebles, así como en el alineamiento de incentivos entre el éxito del proyecto y sus ingresos.

- Un negocio que desde el punto de vista económico-financiero para el inversor soporta los

¹ La obtención de los permisos de construcción y urbanización, así como la de los beneficios fiscales derivados de la Ley 18.795 constituyen un aspecto básico de la calificación.

² CARE debe recibir los documentos definitivos

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 denominado "Fideicomiso Financiero Fondo CASASURU de desarrollo de vivienda de interés social".

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 (en adelante BCU), que realiza la supervisión y control del sistema financiero, así como de las calificadoras de riesgo. La nota obtenida no representa no obstante una recomendación 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 o al plan de negocios que la administración está mandatada a realizar, pudiendo modificarlo solo con arreglo a determinados procedimientos. Admitido el rango de Tasas Internas de Retorno (en adelante TIR) derivado de múltiples simulaciones realizadas por CARE como 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 TIR calculadas en el proyecto ni de los costos de oportunidad del capital de los inversores porque es diferente en cada caso. 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 con fecha 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 Cr. Martín Durán Martínez, el Ec. Mayid Sáder Neffa y el Ing. Julio Preve. Asimismo CARE contrató los servicios del Dr. Leandro Rama Sienra cuyo informe se adjuntan (ver Anexo I).

Esta calificación, se actualizará los meses de abril y noviembre de cada año a partir del cierre del primer ejercicio del Fideicomiso³. 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 marcha de los proyectos y de su comercialización. El fiduciario y el administrador se comprometen a proveer esta información. Todo lo demás constante, el cumplimiento de metas debería ir incrementando la nota.

³ **Artículo 59.8** (Actualización de Calificaciones de Riesgo): *El dictamen de calificación mencionado en el artículo 59.2, literal H del presente Manual, deberá actualizarse dentro del cuarto mes de cerrado el ejercicio, debiendo éste vincularse con los Estados Contables Anuales Auditados del Fideicomiso Financiero y dentro del undécimo mes de cerrado el ejercicio, debiendo éste vincularse con los Estados Contables Semestrales con Informe de Revisión Limitada del Fideicomiso Financiero. BEVSA*

Antecedentes generales

Del prospecto se toma un resumen de las características del negocio que deriva de la emisión de Certificados de Participación escriturales que tendrán un valor nominal cada uno de ellos de UI 10.000 (unidades indexadas diez mil). Se emitirán Certificados de Participación Serie A de oferta pública por hasta UI 135.000.000 y Certificados de Participación Serie B de oferta privada por hasta UI 5.500.000 que no se califican en esta.

El objetivo del Fideicomiso es desarrollar proyectos de vivienda de interés social en dos Inmuebles que serán aportados por los Fideicomitentes y en dos inmuebles que serán adquiridos directamente por el Fideicomiso.

Los Proyectos serán realizados en los dos Inmuebles aportados por los Fideicomitentes, y en partes de los siguientes dos Inmuebles que serán adquiridos directamente por el Fideicomiso: Padrón Número 46.944 (ex 777) de Ciudad de la Costa, Departamento de Canelones y Padrones Números 44.890, 44.891 y 44.892 de Ciudad de la Costa, Departamento de Canelones.

Los dos Inmuebles que serán adquiridos directamente por el Fideicomiso, podrán ser adquiridos mediante la compra de los Inmuebles o de las sociedades que sean propietarias de los mismos, en los siguientes términos y condiciones:

En el caso del Padrón Número 46.944 (ex 777), el precio de compraventa será de USD 140 por m² totalizando USD 2.926.000 pagadero en 12 cuotas mensuales, iguales y consecutivas.

En el caso de los Padrones Números 44.890, 44.891 y 44.892, se adquirirán 35.000 metros cuadrados construibles de los Inmuebles (excluidos caminos, sendas de paso o fracciones destinadas a los usos públicos o no comercializables) y como pago se realizarán obras en la parte de los inmuebles que quedan para el vendedor como forma de pago, conforme a los plazos y demás condiciones acordadas por el Administrador. Adicionalmente, el Administrador realizará a la brevedad posible sus mejores esfuerzos para negociar una opción de compra del resto de los padrones a favor del Fideicomiso, al precio y por el plazo que se logre negociar con el vendedor.

Las principales características del proyecto son:

- Administración a cargo de CASASURU, una compañía con probada habilidad en este tipo de operaciones, con participación en el llamado equipo gestor de una gerencia de proyectos asesorado por un estudio de arquitectura de reconocida trayectoria.
- Estructuración de una opción de inversión a largo plazo, respaldada por el retorno de operaciones inmobiliarias, sin perjuicio de distribución de utilidades según condiciones establecidas.
- Construcción de aproximadamente 798 casas en un plazo proyectado de 5 años. El modelo de negocios está focalizado para la compra de vivienda a través del crédito hipotecario y el administrador presenta una unidad de negocios formada para agilizar el proceso de obtención de dichos créditos.
- Una estimación de TIR para el inversor en los CPA, según el prospecto, en un rango de entre 0,6 % y 45%, según las sensibilizaciones realizadas en las planillas adjuntas al prospecto de emisión. A su vez, ante un escenario extremadamente negativo simulado por CARE, el Proyecto describe tasas de rendimiento positivas en un 99,9% de los casos (véase sección IV).
- La integración del capital es diferida en el tiempo según se detalla en el prospecto de emisión.

2. Información analizada y procedimientos operativos

La información analizada fue la siguiente:

- Prospecto de emisión
- Contrato de fideicomiso
- Contrato de entidad representante
- Contrato de Administración
- Documento de emisión
- Estados Contables del Fiduciario auditados.
- EE.CC de CasasUru S.A al 31/8/2014 con informe de auditoría.
- EE.CC parciales, al 31/3/2015 de Mulery SA y Lisfely SA.
- Actas de Directorio y de Asamblea Extraordinaria de Accionistas de CasasUru SA del 29/11/2014.
- Entrevistas a informantes calificados para verificación de reputación del administrador, tanto en el mercado inmobiliario como en el BHU.
- Procedimientos de inversión y de gestión recogidos en contrato y prospecto.
- Visita del Comité de Calificación a las obras culminadas y en proceso de construcción, así como los terrenos situados en Lagomar en los que se asentará el proyecto.
- Informe jurídico (Anexo I)
- Informe sectorial a diciembre de 2014 (Anexo II)

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 EF Asset Management, como Fiduciaria y CasasUru SA. Como Agente Operador.
- 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 nota⁴.

⁴ Ver "Manual de calificación de finanzas estructuradas administradas por terceros" Punto 3.

SECCIÓN II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

Se ofrecen en oferta pública certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero CASASURU de desarrollo de vivienda de interés social I, 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 CASASURU de desarrollo de vivienda de interés social I.
Fiduciario:	EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión (en adelante EF).
Administrador:	CASASURU S.A
Entidad Representante:	Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A.
Títulos a emitirse:	Certificados de Participación Serie A de oferta pública por hasta UI 135.000.000. Importe de la emisión que se califica. Certificados de Participación Serie B de oferta privada por hasta UI 5.500.000 (en esta oportunidad no se califican)
Activos del Fideicomiso:	Bienes Inmuebles (Proyectos), Fondos Líquidos del Fideicomiso e Instrumentos Financieros adquiridos o mantenidos en propiedad fiduciaria por el Fideicomiso.
Moneda:	Unidades Indexadas
Importe de la Emisión:	Hasta UI 135.000.000 (unidades indexadas ciento treinta y cinco millones) con integración diferida según prospecto de emisión. La integración de los Valores se realizará de acuerdo a lo que será establecido por el Fiduciario en el Prospecto, pudiendo establecerse un mecanismo de integraciones diferidas y con garantías en los casos que así se entienda necesario.
Distribuciones:	Los pagos serán realizados en forma trimestral, en la medida que existan Fondos Netos Distribuibles
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.

Después de analizar el contrato de fideicomiso, el informe se refiere a las contingencias subjetivas referidas al fiduciario, los fideicomitentes, el administrador y los beneficiarios; el informe señala:

- “En suma, las partes se encuentran autorizadas por el ordenamiento jurídico vigente a participar en el negocio fiduciario proyectado y no se aprecian obstáculos para la validez y eficacia de las obligaciones que asumen.”

Más adelante analiza las contingencias objetivas, en concreto la situación de los bienes inmuebles, la actuación del administrador, de los titulares, así como la necesaria declaración de interés social.

Finalmente concluye:

- “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.”

Para verificar todos estos aspectos, véase el Anexo I.

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 y puede llevar un tiempo imposible de determinar y en algunos casos podría ocasionar una pérdida de parte del capital invertido. *El riesgo es moderado, medio.*

SECCIÓN III. LA ADMINISTRACIÓN: EL FIDUCIARIO Y EL OPERADOR

Las características de la emisión hacen necesario analizar dos empresas administradoras: EF Asset Management (EFAM) en su condición de emisora y fiduciaria del fideicomiso financiero, y CasasUru S.A en su condición de operadora del proyecto.

1. *Ef Asset Management (EFAM) (El Fiduciario)*

La empresa administradora o fiduciaria es EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A (EFAM). Se trata de una sociedad anónima cerrada que tiene por objeto la administración de fondos de inversión y fideicomisos de cualquier naturaleza. Fue inscrita en el Registro Nacional de Comercio el 7 de abril de 2003 con el N° 2014 – Rut: 214769530012.

El 20 de agosto de 2003, el Banco Central del Uruguay (BCU) autorizó a la sociedad a funcionar en el marco de la Ley de Fondos de Inversión No. 16.774 del 27 de setiembre de 1996 y su modificación posterior en la Ley No. 17.202 de fecha 24 de setiembre de 1999.

El 9 de julio de 2004, el BCU (comunicación No. 2004/188) autorizó a la firma a actuar como Fiduciario Financiero en el marco de la Ley No. 17.703 de fecha 27 de octubre de 2003. Asimismo, en dicha fecha, la sociedad fue inscrita en el Registro de Mercado de Valores del BCU como Fiduciario Financiero.

El 23 de mayo de 2005, el BCU la autorizó a actuar como Fiduciario Profesional en el marco de la citada ley (17.703). En la misma fecha, la sociedad fue inscrita en el Registro de Fiduciarios Profesionales, Sección Fiduciarios Generales que lleva el BCU.

Dadas las características de la emisión, en una hipótesis de quiebra o liquidación de EFAM, en nada se verían afectados los activos del fideicomiso. Por otra parte en caso de incumplimiento de cualquiera de sus obligaciones está previsto que los titulares por mayoría absoluta podrían sustituirlo.

La evaluación incluye considerar la preparación profesional de los administradores para la toma de decisiones y para enfrentar los riesgos inherentes al negocio; su experiencia, y en general cualquier antecedente que pueda influir en la gestión.

Administración

La composición del Directorio se integra de la siguiente forma:

Presidente	Dr. Diego Rodríguez Castagno
Vicepresidente	Dra. Sandra González Vila
Síndico	Cr. Bruno Gilli
Síndico Suplente	Dr. Gonzalo Secco

La Dirección Ejecutiva está a cargo de su Presidente, Dr. Diego Rodríguez que a su vez es el Oficial de Cumplimiento y la administración de sus operaciones se realiza a través de la contratación de los servicios de la firma CPA Ferrere, siendo el socio encargado de la prestación de dichos servicios el Cr. Nelson Mendiburu.

Situación económica y financiera

El análisis de los EE.CC al cierre del 31 de diciembre de 2014 y su comparativo con el año anterior, revela una sólida situación de la firma tanto en su solvencia como en su liquidez.

Como se ilustra en los cuadros siguientes, el patrimonio contable a diciembre de 2014 asciende a (miles) \$ 17.684 lo que representa más de 25% de incremento respecto al cierre del ejercicio anterior. También es positivo, y creciente respecto al ejercicio cerrado en 2013 el ratio de liquidez, situándose en 1.71. Cabe mencionar que el activo no corriente se compone en buena medida por los depósitos en garantía a que está obligada la firma, según normativa vigente, por los fideicomisos que administra y en consecuencia son de disponibilidad restringida.

Cuadro 1: Datos del Estado de Situación de EFAM (miles de \$)			
Concepto	31/12/14	31/12/13	31/12/12
Activo Corriente	7.242	8.815	6.842
Activo no Corriente	45.193	30.478	32.612
Total Activo	52.435	39.293	39.454
Pasivo Corriente	4.232	5.810	1.365
Pasivo no Corriente	30.520	19.387	27.377
Total Pasivo	34.752	25.196	28.742
Patrimonio	17.684	14.097	10.713
Total Pasivo y Patrimonio	52.435	39.293	39.454
Razon Corriente	1,71	1,52	5,01

Fuente: EE.CC EFAM al 31/12/14

Por su parte, según se desprende del cuadro siguiente, los ingresos operativos al cierre del ejercicio 2014 suponen un incremento del 22% en relación al cierre anterior. En cambio los resultados operativos son menores a los de un año atrás. Esto se ve parcialmente compensado por resultados financieros superiores en el comparativo del mismo período lo que arroja un indicador similar al comparar los resultados finales con los ingresos totales.

Cuadro 1: Datos del Estado de Situación de EFAM (miles de \$)			
Concepto	31/12/14	31/12/13	31/12/12
Activo Corriente	7.242	8.815	6.842
Activo no Corriente	45.193	30.478	32.612
Total Activo	52.435	39.293	39.454
Pasivo Corriente	4.232	5.810	1.365
Pasivo no Corriente	30.520	19.387	27.377
Total Pasivo	34.752	25.196	28.742
Patrimonio	17.684	14.097	10.713
Total Pasivo y Patrimonio	52.435	39.293	39.454
Razon Corriente	1,71	1,52	5,01

Fuente: EE.CC EFAM al 31/12/14

Es de destacar, además, la experiencia de la firma en la administración de este tipo de productos. A diciembre de 2014 tenía en cartera la administración de 22 fideicomisos, 3 más de los que administraba a junio pasado.

2. CasasUru S.A (Administradora u Operadora)

La empresa Operadora (Administradora según terminología del Prospecto) es Casasuru S.A. (antes Viken International S.A) que adopta su nombre actual a partir del 28 de mayo de 2013 según consta en Acta de Asamblea General Extraordinaria en que se modifica el Estatuto Social en lo que tiene que ver con su denominación habiéndose realizado todas las formalidades del caso. En consecuencia, según certifica la Escribana Ana Elena Ferreira con fecha 18/12/2014, "Casasuru S.A. es persona jurídica hábil y vigente" y está inscrita en el RUT de la DGI con el No. 21 681284 0010 fijando domicilio en la ciudad de Montevideo en la calle Juncal 1392. Sucede, a todos los efectos, a Viken International S.A.

Se trata de una sociedad anónima cerrada, con acciones nominativas, constituida el 30 de setiembre de 2011 y su objeto principal es la inversión de capitales en sociedades que se

dedican al desarrollo de proyectos inmobiliarios amparados en la Ley No. 18.795 de Promoción de Viviendas de Interés Social. Cierra ejercicio el 31 de agosto.

En el marco de sus competencias, la sociedad ha adquirido y posee la propiedad de la totalidad del paquete accionario de las siguientes firmas:

- Mulery S.A, titular del Padrón No. 35.593 (Salto) a fideicomitir a este fideicomiso y por el cual recibirá como contrapartida CP Serie B por UI 3 millones según tasación realizada por la firma Mensus.
- Lisfely S.A.
- Nurwoly S.A, titular del Padrón No. 15.897 (Las Piedras) a fideicomitir a este fideicomiso y por el cual recibirá como contrapartida CP Serie B por UI 2,5 millones según tasación realizada por la firma Mensus.
- Birsoun S.A. es fideicomitente y controla los Fideicomisos Aires de la Costa y Aires del Pinar.
- Tecnovork S.A.

Todas ellas, subsidiarias de CasasUru S.A, tienen como actividad principal desarrollar proyectos de complejos habitacionales amparados en el régimen de promoción de viviendas de interés social. (Fuente: Notas a los EE.CC al 31/8/2013)

Responsables

- El Presidente del Directorio es el **Sr. Sebastián Sommer** quien lideró proyectos en Real Estate en Uruguay y otros países del cono sur desde 2003, con transacciones por más de USD 100 millones; es Licenciado en Economía de la Universidad de Buenos Aires, Argentina y MS en UCEMA & Univesitat Pompeu Fabra (España)
- Integra el Directorio, además, el **Sr. Alejo Chouela**, principal en Biscayne Point Capital LLC; Director de una empresa de Real Estate en Florida, EE.UU; es Licenciado en Relaciones Internacionales de la Universidad Torucato di Tella, Buenos Aires y MBA en University of California at Berkeley, EE.UU.
- También como integrante del Directorio figura el **Sr. Diego Gradowczyk**; es Gerente y Director del Departamento de Emerging Market Trading, Barclays Capital (2001 -2010); Co – Presiente en Emerging Markets Traders Association (2005-2010); Socio y Portfolio Manager en Compass Group (1997-2001) y es Licenciado en Economía e Historia del Arte en Brandeis Univesity, EE.UU.
- Gerente General & Director es la **Sra. Mariela Pereira**, Ingeniera en Sistemas, Facultad de Ingeniería Universidad de la República y posee amplia experiencia en posiciones gerenciales de diferentes empresas y áreas.

Antecedentes

CasasUru ha logrado posicionarse en poco tiempo como el líder del segmento de VIS (Vivienda de Interés Social) en Uruguay, hecho que se comprueba a través de:

- La primera empresa del país en entregar una vivienda bajo la nueva Ley y el primer crédito del BHU dentro de la ley fue otorgado a un cliente de Casasuru.
- Hasta el momento ha sido quien mayor cantidad de viviendas ha ejecutado y escriturado bajo la ley de VIS.
- Está entre los mayores inversores que han ofrecido viviendas al programa de Subsidio a la Cuota del MVOTMA
- Tiene una fluida relación con las partes actuantes en el mercado y con los reguladores del mismo.

Casasuru cuenta en el momento con 5 proyectos en desarrollo y 2 en etapa de pre lanzamiento, que implican más de 400 unidades y operación en 5 departamentos diferentes: Salto, Paysandú, Canelones, Maldonado y Montevideo.

La empresa cuenta con planes de expansión hacia las ciudades cercanas al Litoral en una primera instancia y hacia el norte en una segunda instancia, lo que reafirma el liderazgo a nivel nacional de la firma en el segmento de vivienda media y media/baja.

Posee un equipo especializado en el análisis y gestión de crédito hipotecario orientado a brindar al cliente de sus unidades habitacionales un servicio integral que incluye, precisamente, la gestión del crédito ante el BHU lo que añade una fortaleza importante al aspecto comercial de este proyecto. CARE, precisamente consultó al BHU sobre su reputación con resultados satisfactorios.

Opera, como se ha establecido, fundamentalmente a través de sus subsidiarias. Así por ejemplo, el Ministerio de Vivienda Ordenamiento Territorial y Medio Ambiente (MVOTMA), con fecha 15 de abril de 2013 declaró promovidos los proyectos de inversión presentados por Lisfely S.A. para la construcción de viviendas de interés social al amparo de la Ley No. 18.795 con todos los beneficios fiscales que ello implica, entre otros, créditos por IVA incluido en la adquisición en plaza de materiales y servicios destinados a integrar el costo de la obra prevista en el proyecto por un monto imponible de hasta UI 26.899.356. Otro tanto ocurrió con Mulery S.A. cuando con fecha 2 de setiembre de 2013 el MVOTMA declaró promovido un proyecto similar. En este caso, el crédito por IVA aprobado fue del orden de UI 32.530.091. Se trata de proyectos enteramente similares a los incluidos en el Plan de Negocios de este fideicomiso.

Funcionamiento

Sus funciones están claramente establecidas en el Contrato de Administración pero que básicamente consisten en la implementación del Plan de Negocios. Este está bien detallado en el Prospecto y consiste en la ejecución de 4 proyectos por un total de alrededor de 798 unidades habitacionales. Dos de ellos en la zona de Lagomar (sur y norte) Departamento de Canelones; otro en Las Piedras, también Canelones y finalmente uno en el Departamento de Salto (Laureles). Este último será la tercera etapa de un proyecto mayor y cuyas dos etapas anteriores ya han sido ejecutadas.

Vale decir que el margen de improvisación que tiene el Operador es muy bajo. Más allá de la idoneidad demostrada en sus antecedentes, es importante destacar este aspecto por cuanto un punto esencial en el modo de funcionamiento lo constituye el hecho que la ejecución en sí de los proyectos se hace a través de empresas constructoras tercerizadas aún no identificadas y, en consecuencia, sobre las cuales CARE no puede emitir opinión.

CARE entiende y acepta que esta condición es importante en el modelo de negocios desarrollado por Casasuru. Por otra parte, se entiende que el riesgo de no conocer a priori la identidad del contratista está suficientemente mitigado por las razones siguientes, entre otras:

- Se trata de ejecutar un Plan de Negocios muy detallado con identificación, incluso, de los terrenos en donde se harán los proyectos.
- Se trata de proyectos conocidos por el Administrador quien ha implementada otros muy similares.
- El Administrador proporciona una lista (no taxativa) elaborada en base a su experiencia previa, de los contenidos que habrán de tener los contratos de arrendamiento de obra con empresas constructoras. De la lectura de los mismos se infiere que habrá muy poco margen para desvíos no deseados. Básicamente se trata de contratos llave en mano.
- Dicho modelo incluye cláusulas muy restrictivas al accionar del contratista que estará en todo momento estrechamente controlado por el Administrador.

- Se le exige fondo de garantía y seguros.
- Hay un sistema de gobernanza que incluye, entre otras figuras, la del Auditor de Obra. Además de las obligaciones clásicas de contralor, los certificados de avance de obra que presente el contratista para el cobro no serán abonados por el Fiduciario sin la firma previa del Auditor.

Situación económico financiera

Al respecto Care contó con los EE.CC consolidados de Viken International S.A (antecesora de Casasuru S.A) al 31/8/2013 (y su comparativo a la misma fecha de 2012) con informe de auditoría así como EE.CC al 31/8/2014 auditado por Deloitte y parciales al 31/10/2014 (ya bajo la denominación Casasuru S.A). Se trata de EE.CC consolidados por lo que comprenden los de sus empresas subsidiarias.

Los principales aspectos de los mismos se resumen en los cuadros siguientes.

Cuadro 3: Estado de Situación de Casasuru S.A (miles de \$)

Concepto	31/8/14	31/8/13	31/8/12
Activo Corriente	277.243	87.838	6.016
Activo no Corriente	7.840	3.985	20.848
Total Activo	285.084	91.822	26.864
Pasivo Corriente	238.059	48.982	34.013
Pasivo no Corriente	59.038	20.760	-
Total Pasivo	297.097	69.742	34.013
Patrimonio	(12.014)	22.080	(7.149)
Total Pasivo y Patrimonio	285.084	91.822	26.864
Razón Corriente	1,16	1,79	0,18

Fuente: EE.CC de Viken International S.A y Casasuru S.A.

Cuadro 4: Estado de Resultados de Casasuru S.A (miles de \$)

Concepto	31/8/14	31/8/13	31/8/12
Ingresos Operativos	73.486	18.508	-
Costo de Ventas	(61.371)	(15.074)	-
Resultado Bruto	12.115	3.434	-
Gastos de Adm y Ventas	(30.024)	(18.675)	(5.804)
Otros resultados	1.219	133	-
Resultados Operativos	(16.690)	(15.108)	(5.804)
Resultados Financieros	(17.404)	(544)	(1.356)
IRAE		(45)	
Resultados del Ejercicio	(34.094)	(15.698)	(7.159)

Fuente: EE.CC de Viken International S.A y Casasuru S.A.

Se reitera que se trata de EE.CC consolidados, es decir que comprende el de sus empresas subsidiarias.

Puede observarse que tal como se expresa en la nota 5 a los EE.CC al 31/8/14, CasasUru S.A. presenta patrimonio negativo encontrándose dentro de la hipótesis de disolución de acuerdo a las disposiciones de la ley N° 16.060, debido a que las pérdidas han disminuido el patrimonio a una cifra inferior al 25% del capital integrado (ver Cuadro 3). No obstante, según se explica en la Nota 8, la gerencia ha adoptado determinadas medidas para mejorar su situación patrimonial.

En efecto, la citada Nota 8 expresa lo siguiente:

“De forma de mejorar la situación patrimonial detallada en la nota 5, con fecha 29 de noviembre de 2014 se ha capitalizado el pasivo que la Sociedad mantenía con los accionistas por un total de U\$S 500.000.

Adicionalmente durante el ejercicio 2015 han comenzando las ventas de los inmuebles del Fideicomiso Aires de la Costa (el cual se encontraba en etapa de construcción al 31 de agosto de 2014), así como se han reactivado las ventas de los proyectos realizados por Mulery S.A. y Lively S.A., (asociadas a la finalización de la etapa de construcción de los proyectos inmobiliarios) la Sociedad comenzó a tener resultados operativos positivos.

La mencionada venta de los inmuebles hicieron que la Sociedad redujera de forma significativa sus pasivos en moneda extranjera.”

Al respecto, la firma presenta acta de Asamblea General Extraordinaria de Accionistas de CasasUru SA del 29 de noviembre de 2014. En dicha acta se establece que concurrió Adempres Limited, única accionista de CasasUru SA, debidamente representada por el Sr. Manuel Lecuona. Consta en la misma, según resolución 2, que se decide aumentar el capital integrado de la sociedad mediante capitalización del aporte en efectivo, realizado por el único accionista de la sociedad, por un monto total de u\$s 500.000.

Esta asamblea extraordinaria fue debidamente convocada por el Directorio de CasasUru SA según consta en Acta de la misma fecha.

De esta circunstancia toma nota el dictamen de auditoría de Deloitte, el que luego de emitir opinión sin salvedades lo establece bajo el rótulo de *énfasis en un asunto*.

En buena medida, esta situación se explica, según manifiesta la empresa, por las demoras en el BPS y paros en los registros (de pública notoriedad) que impidieron un ritmo fluido en la comercialización de unidades habitacionales. Esto empezó a regularizarse a partir de setiembre de 2014, es decir, un mes después del cierre del ejercicio en cuestión.

En relación a la afirmación que en el ejercicio en curso se han reactivado las ventas de parte del stock de viviendas que figuraban en algunas de las sociedades que componen CasasUru, la firma presenta EE.CC parciales, a marzo de 2015 de Mulery SA y Lively SA. En los mismos se puede apreciar que a esa fecha, entre ambas sociedades, han obtenido ingresos por ventas por \$ 79.264.528 y un resultado final acumulado de \$ 28.225.364. Si se compara estas cifras con las obtenidas en el ejercicio cerrado al 31/8/14 (Cuadro 4) se comprueba un sensible incremento en las ventas y, particularmente, en los resultados parciales obtenidos.

El efecto combinado de capitalización y reactivación de ventas permite suponer que la situación patrimonial de la sociedad está superada.

Riesgos Considerados

Riesgo jurídico, por incumplimiento de alguna disposición por parte del fiduciario o del administrador. El mismo se encuentra pormenorizadamente analizado y acotado en los contratos analizados.

Riesgo administración, considerando la idoneidad para cumplir con la función de CasasUru S.A. y de EFAM, se considera que el riesgo de incumplimiento de la administradora y del fiduciario 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 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 también previsto en función de diversos resultados.

1

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 Fondo CASASURU de desarrollo de vivienda de interés social I" es para el desarrollo de proyectos de vivienda de interés social y su comercialización.

Las proyecciones se presentan por un período igual a la duración de un ciclo de negocios, o sea 5 años. El Prospecto describe 4 escenarios, que varían según supuestos en la cadencia de ventas de las unidades. El escenario 1 es el que se describe en el Cuadro 5. Vale la pena mencionar que el modelo de negocios y los flujos son calculados suponiendo una emisión de 135 millones de UI.

Tanto el modelo de negocios como las planillas anexas al flujo de fondos describen 4 proyectos de inversión en viviendas, que representan la construcción de 798 casas en dos departamentos y en tres localidades (Salto, Lagomar y Las Piedras).

Los supuestos utilizados en las proyecciones, los cuáles son aceptados por CARE son:

- Razonable distribución temporal de los emprendimientos inmobiliarios.
- Razonable monto asignado a la inversión inicial.
- Estimación completa de costos referidos a los emprendimientos inmobiliarios.
- Estimación macroeconómica adecuada en lo que respecta a tasas de interés y variaciones del producto bruto y sectorial.
- Razonable plazo de venta de venta de las unidades y de venta en obra.

A juicio de CARE, dada la especificidad de los contratos involucrados en la operación y las salvaguardas introducidas en el mismo, el efecto en la demanda por las viviendas aparece como la variable más relevante para el resultado del negocio. En especial, el posible enlentecimiento en los otorgamientos de los créditos hipotecarios podría ser un factor que alterara el curso del proyecto y por ende su retorno. El proyecto está planteado en varias fases, lo que redundaría en que si se atrasa la venta, también se atrasa la reinversión. No obstante, los costos fijos siguen corriendo y la posibilidad de "amortizar" la inversión en tierra se enlentece y el proyecto se "encarece" en términos de retorno. Este escenario es necesario testearlo para ver qué incidencia tiene en el retorno del negocio. Por este motivo CARE incluyó este aspecto en las sensibilizaciones.

Cuadro 5. Flujo de Fondos proyectado del Proyecto – (millones de UI)

	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	TOTAL
	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5	
Ingresos						
Seña venta	4.421	15.278	10.616	10.476	6.597	47.388
Saldo precio	-	213.285	130.826	139.873	100.469	584.454
Ingresos Netos	4.421	228.564	141.442	150.349	107.065	631.842
Costos de Construcción						
Infraestructura	-15.128	-10.264	-10.535	-7.938	0	-43.865
Casas	-65.984	-86.422	-69.269	-58.722	-20.922	-301.319
Honorarios Arquitectos	-462	-605	-485	-411	-146	-2.109
Seguridad Social	-8.876	-11.626	-9.318	-7.900	-2.814	-40.535
Total Costos de Construcción	-90.450	-108.917	-89.607	-74.971	-23.883	-387.828
Cuotas de la tierra	-24.405	-6.837	-4.791	-4.730	-2.347	-43.111
Permiso de Obra	-	-647	-479	-473	-313	-1.913
Comisión 0,98% de las ventas	-43	-2.231	-1.380	-1.467	-1.045	-6.167
Costos de Inmobiliaria	-35	-1.829	-1.132	-1.203	-857	-5.055
Costo intereses	-	-	-	-	-	-
Costos Fideicomisos*	-6.543	-6.848	-6.825	-6.826	-6.807	-33.849
IRAE	-	-	-	-	-	-
Flujo Neto	-117.056	101.255	37.227	60.678	71.814	153.919
TIR CPs Serie . A	32,50%					
Fuente: Emisor						

2. Evaluación de rentabilidad de la inversión, Tasa Interna de Retorno, riesgos asociados y sensibilizaciones

La evaluación de la rentabilidad futura de la inversión y en especial de su TIR se compone de combinar en simultáneo el análisis realizado en el prospecto de emisión así como otros que CARE entendió oportuno realizar.

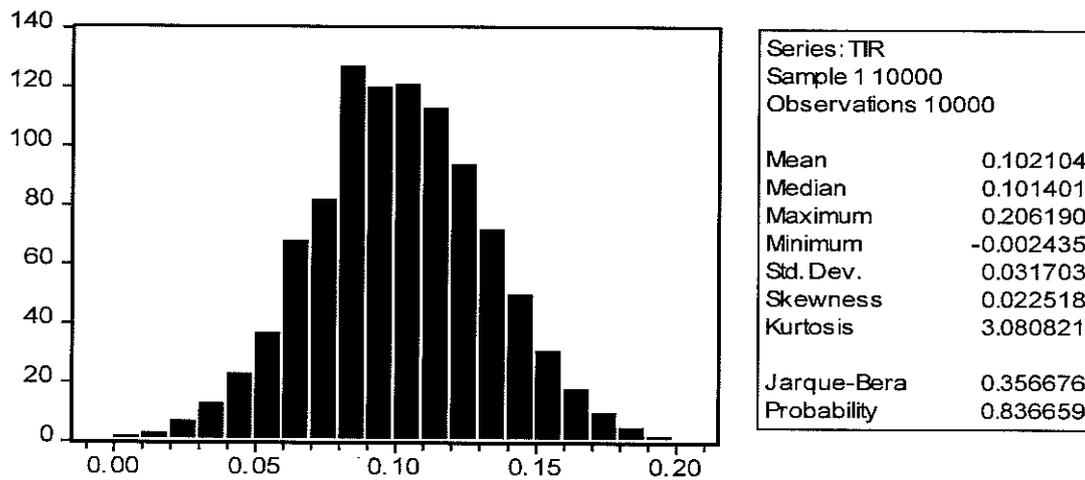
El Proyecto plantea una Tasa Interna de Retorno del inversor 32,5 % en el escenario de base y tres escenarios con supuesto de atrasos en las ventas (atraso de 3, 6 y 12 meses).

No obstante lo anterior, CARE ha realizado un análisis de sensibilidad del proyecto con el objetivo de estudiar el efecto de las variables más relevantes del modelo de negocio en el desempeño del mismo. Como se ha mencionado anteriormente, uno de los riesgos más relevantes que afectarían el retorno de la inversión es el atraso en las ventas. Otro podría ser el asociado al desfase financiero entre el costo de construcción y el ajuste del ICC en el precio de venta. En este sentido se supuso un escenario "pesimista" en el que se conjugan los dos efectos. Un aumento en el costo de construcción, un precio de venta que no se ajusta con el aumento del costo y al mismo tiempo atrasos entre 12 y 18 meses en las ventas.

En base a las consideraciones descriptas anteriormente, se sometió a la aleatoriedad el costo de construcción, asumiendo un coeficiente de dispersión del mismo del 15% conjuntamente con atrasos de entre 12 y 18 meses.

Dicho análisis, después de 10.000 iteraciones dio como resultado una TIR promedio del 10%, con un valor mínimo de -0,2% y un valor máximo de 20,6% (ver Gráfica 1). Vale la pena destacar que en un 99,9% de los casos, la rentabilidad fue positiva.

Gráfica 1. Histograma de la Tasa Interna de Retorno.



Combinando el análisis presentado en el plan de negocios del prospecto así como el análisis de sensibilidad realizado por CARE es posible concluir que existe una importante probabilidad de alcanzar una rentabilidad mayor al 10%. Asimismo, en el 99,9% de los casos simulados, la TIR alcanzaría valores mayores que cero.

Vale la pena mencionar que las viviendas a construir en el Proyecto describen un portafolio de zonas y de tipologías coincidentes con la demanda de corto y mediano plazo descritas como más favorables en el Informe Sectorial. El nivel constructivo así como las zonas de los proyectos que CARE obtuvo información indican un nivel de vivienda situado en el extremo superior de la clasificación de Vivienda de Interés Social. El situarse en el extremo socioeconómico superior de la demanda para este tipo de vivienda mitiga riesgos comerciales ante escenarios macroeconómicos adversos.

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, se considera que existe un riesgo moderado y posible de ser controlado a tiempo.

Riesgo de descalce de monedas. Los ingresos y egresos más relevantes están previstos en la misma moneda, la UI. Estos se ajustan con índices que arbitran con los costos e ingresos del mercado. Este riesgo por tanto es bajo.

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, así como con el análisis de políticas públicas capaces de incidir directamente en el cumplimiento de los objetivos planteados. Este último aspecto tiene que ver con disposiciones del gobierno en cualquier nivel de la Administración, que generen castigos o beneficios al proyecto. Incluyen por ejemplo la política tributaria general, la particular del sector, la existencia de subsidios en el crédito de construcción, en el de compra de inmuebles, las disposiciones referidas al ordenamiento del territorio, etc.

1. Mercado

Dado el plazo 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 negocio inmobiliario. En el Anexo II se analiza la formación del precio de los inmuebles en Uruguay, así como los principales factores de oferta y demanda de los mismos. Se presenta también una comparación internacional que permite dar una idea de la evolución probable de los negocios.

El análisis sectorial que se presenta en el Anexo II, es muy preciso al descartar por su riesgo mercado, algunos negocios que por su naturaleza en situaciones normales no pueden ser abordados por el Fideicomiso.

Se presentan correlaciones con variables que explican internacionalmente el precio de los inmuebles, concretamente el ingreso de los hogares y la tasa de interés real. Precisamente su consideración a mediano plazo fundamenta algunos pronósticos, analizando la elasticidad precio de los inmuebles respecto de aquellas variables, y estudiando su situación en muchos países.

Con respecto al sector inmobiliario uruguayo se destaca tanto su evolución reciente como la composición de su oferta y demanda precisamente para caracterizar la orientación factiblemente más exitosa.

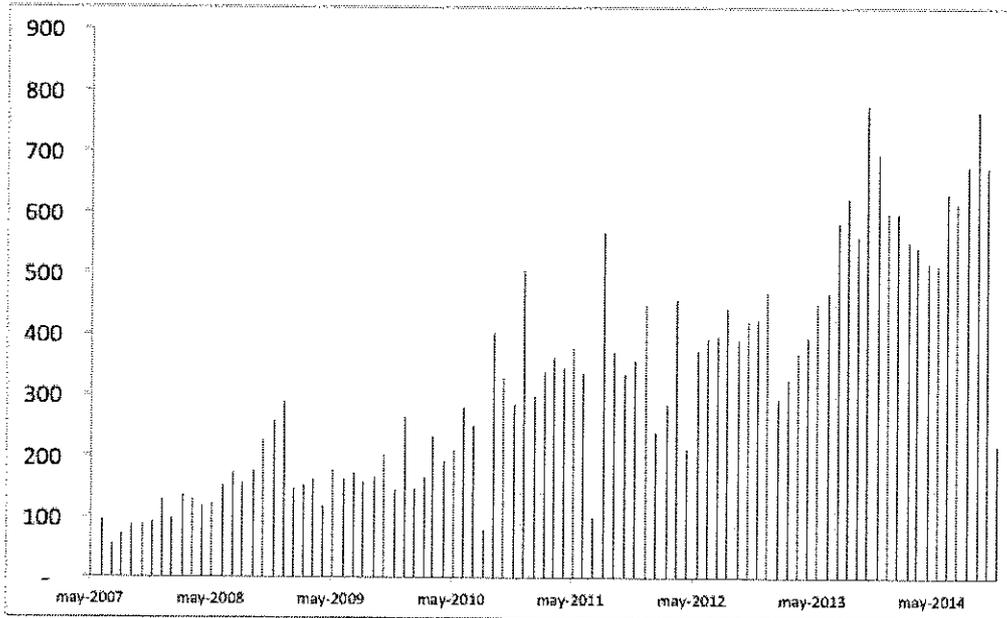
El modelo de negocio presentado en el prospecto de emisión es dependiente de la situación del crédito hipotecario en el país. La situación de esta variable es multifactorial, depende de decisiones de política empresarial y de política pública que se solapan coyunturalmente. En lo que respecta a la política crediticia de los bancos privados, la exposición ha aumentado en los últimos años aunque no es su principal fuente de créditos. El banco líder en este tipo de operaciones es el BHU que después de la crisis de 2002 ha venido aumentando su participación en el mercado.

El crédito hipotecario en Uruguay es exiguo en relación a la región y está en crecimiento aunque aún no ha alcanzado los niveles de la década de 1990 (ver Gráfica 2 Y 3). En la actualidad se generan aproximadamente 4000 créditos inmobiliarios por año representando unos 630 millones de dólares⁵. De estos, alrededor del 60% son generados por el BHU. El prospecto de emisión proyecta una venta de 790 casas en los próximos cinco años. Asumiendo que el 100% de las ventas se realicen a través del crédito bancario y que se distribuyan con una cadencia de venta lineal, serían aproximadamente 158 créditos hipotecarios por año. Si bien es una importante dotación de créditos, el sistema puede hacer frente a los mismos. A su vez, el modelo de negocios del Administrador cuenta con un área especializada y dotada de recursos humanos idóneos que colaboran con el promitente comprador para generar el crédito hipotecario⁶.

⁵ Los créditos hipotecarios en su mayoría están nominados en UI. Entre diciembre de 2013 y noviembre de 2014 se otorgaron 5010 millones de UI por este concepto, aproximadamente 630 millones de dólares.

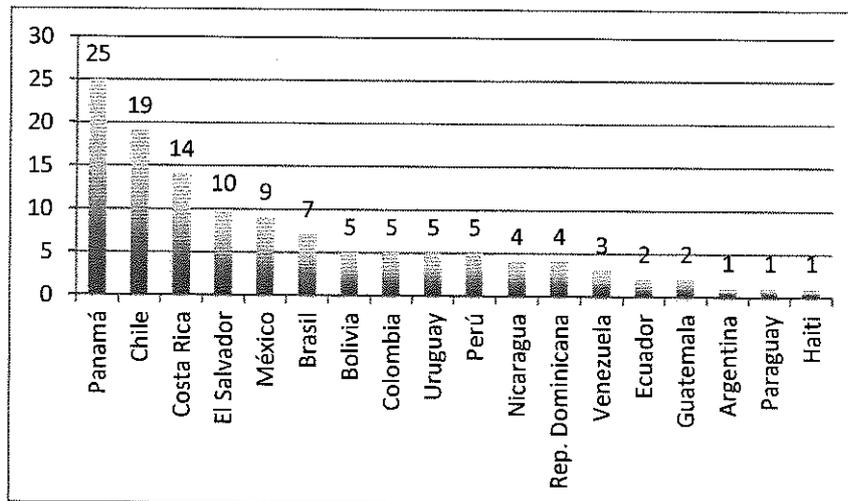
⁶ Por mayor información se recomienda leer el Anexo II.

Gráfica 2. Crédito a las familias con destino a la vivienda.
Moneda UI. En millones



Fuente: CARE en base a información brindada por el BCU

Gráfica 3. Crédito hipotecario en relación al PBI (valores 2012).



Fuente: CARE en base a información brindada por HOFINET

2. Las políticas públicas

CARE hace suya la opinión vertida en el Informe Sectorial que se adjunta en el Anexo II. El mismo abunda sobre las disposiciones recientes del gobierno, que recogen amplio consenso favorable en todos los sectores políticos, y que tienden a alentar tanto la oferta de viviendas - con beneficios para la construcción para sectores de nivel medio- como para la demanda - incluso arrendamiento- de esos sectores. Destaca la Ley 18.795 de acceso a la Vivienda de Interés Social, en tanto es el pilar fundamental de la política diseñada. No obstante lo anterior, merece señalar una alerta en el riesgo de políticas públicas debido a reciente resolución del

MVOTMA⁷. Ella establece algunas disposiciones que mejoran la calidad de la vivienda y fija el precio de venta del 25% de las unidades aprobadas por la ANV. Se cita textual del mencionado informe:

“...Este tipo de decisiones podrían conspirar, desde la política pública, con un eficiente funcionamiento del mercado. Comúnmente por motivos políticos se desean fijar precios y cantidades en los mercados de productos. En esta ocasión y a través de una resolución ministerial, todo proyecto que pretenda recibir las exenciones fiscales de la Ley 18795 tendrá mayores exigencias en la calidad constructiva y al mismo tiempo limita el precio de la vivienda en casos donde no existía tal exigencia...”

“...Los primeros dos años de vigencia de la Ley fueron positivos y destinaron inversión en diversas zonas geográficas donde pocos operadores hubiesen invertido capital. Este cambio inesperado en la regulación promocional en la que se sostiene el impulso sectorial incrementa el riesgo político para futuros proyectos y sus soportes financieros.”

Este cambio de normativa no afecta las viviendas que proyecta construir el Fideicomiso debido a que en las ubicaciones geográficas elegidas ya operaban los toques máximos de precios.

3. Conclusiones sobre el entorno

En lo que refiere al mercado, se cita textual del Informe:

“El sector inmobiliario en la mayoría de los países desarrollados está en crisis, verificando acentuadas caídas en sus valores de referencia. Si bien los valores han caído, mantienen una brecha de precio respecto a los inmuebles en Uruguay. Como se desprende de la revisión bibliográfica, la tasa de interés real así como el ingreso real de los hogares se presentan como las variables explicativas del precio de los inmuebles. Las proyecciones macroeconómicas de dichas variables son alentadoras, dónde no hay perspectivas de un aumento de importancia en la tasa de interés, y el ingreso de los hogares es probable que siga en aumento.”

“Si bien el contexto macroeconómico mantiene las variables clave en una situación alentadora, hay que tomar ciertos recaudos en lo que refiere a las decisiones de inversión específicas sectoriales.”

“Invertir en un inmueble, en promedio ha logrado rendimientos aproximados con los títulos de deuda soberanos nominados en Unidades Indexadas. Pero invertir en un negocio inmobiliario con este retorno podría no resultar suficientemente atractivo para un inversor, dado que reviste un riesgo mayor que esos títulos. El plus en el rendimiento entonces se obtendrá con correctas y eficientes decisiones de inversión. A modo de ejemplo, en los últimos 6 años, Pocitos aumentó su precio en un 34% por encima de los valores medios de Montevideo; en tanto que Malvín aumentó los precios transados un 10% sobre los precios observados en Pocitos. Por este motivo, es de vital importancia que las inversiones se realicen en el segmento de la demanda en la que existen oportunidades de negocio; donde las decisiones de localización así como las tipologías de la vivienda elegidas son fundamentales a la hora de calcular los retornos de los proyectos. La rentabilidad de la inversión estará íntimamente relacionada con las decisiones de localización y tipologías de los desarrollos inmobiliarios.”

Los proyectos presentados por el Fideicomiso son coincidentes con las oportunidades de negocio planteadas en el informe sectorial del Anexo II. Los proyectos inmobiliarios proyectados en el modelo de negocios están focalizados en los segmentos de la demanda que se espera evidencien buenas perspectivas de negocio en el mediano plazo.

⁷ Resolución 636/2014 del 16 de junio de 2014 del MVOTMA

En lo que refiere a las políticas públicas, se cita textual del Informe:

“Desde octubre de 2011 Uruguay cuenta con una Ley que promueve la inversión privada en viviendas de interés social a partir del otorgamiento de exoneraciones tributarias en construcción, refacción, reciclaje o ampliación de viviendas de sectores económicos bajos, medios bajos y medios de la población. Dicha Ley se votó por unanimidad en el Parlamento lo que mitiga el riesgo de futuras intervenciones de política pública en el mercado de vivienda. No obstante lo anterior, corresponde observar con preocupación la resolución 636/2014 del 16 de junio de 2014 del MVOTMA. Dicha resolución, introduce una señal de alerta desde la política pública hacia el sector privado. Los primeros dos años de vigencia de la Ley fueron positivos y destinaron inversión en diversas zonas geográficas donde pocos operadores hubiesen invertido capital. Este cambio inesperado en la regulación promocional en la que se sostiene el impulso sectorial incrementa el riesgo político para futuros proyectos y sus soportes financieros.”

También referido al riesgo político, cabe destacar la eventualidad que determinaciones de naturaleza política afectaran los ajustes automáticos que ajustan precios y costos del proyecto. En particular los índices de la UI y del ICC que configuran índices claves que inciden de forma determinante en el retorno del proyecto. En la actualidad, este riesgo no se advierte⁸. No obstante, se monitoreará periódicamente en las futuras actualizaciones.

El riesgo mercado se encuentra acotado, en particular en la consideración, y por la diagramación de las obras en 12 fases distribuidas en 4 terrenos y en 3 departamentos del país. Riesgo bajo.

El riesgo de políticas públicas. Se encuentra acotado. La vivienda es un bien sensible a las decisiones de política pública, tanto en lo referente a la política de vivienda, a la política salarial y a la política monetaria. Por lo antes mencionado, el riesgo se considera medio.

⁸ La actual integración del gabinete de Ministros reproduce los actores que gestaron la política económica actual.

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 la administradora, 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 Certificados de Participación de la Serie A recogen la calificación BBB (uy)⁹ de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor. Grado de inversión mínimo.

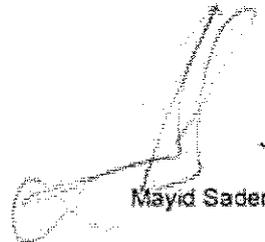
Por Comité de Calificación



Julio Preve



Martín Durán Martínez



Mayid Sader

⁹ BBB (uy). Se trata de instrumentos que presentan un riesgo medio bajo para la inversión, ya que evidencian un desempeño aceptable y suficiente capacidad de pago en los términos pactados. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, y las características del entorno, dan en conjunto moderada satisfacción a los análisis practicados, sin perjuicio de alguna debilidad en cualquiera de las cuatro áreas de riesgo. Podría incrementarse el riesgo del instrumento ante eventuales cambios previsibles en los activos o sus flujos, en los sectores económicos involucrados, o en la economía en su conjunto. La probabilidad de cambios desfavorables previsibles en el entorno es de baja a media baja, y compatible con la capacidad de la administradora de manejarlos aunque incrementando el riesgo algo más que en las categorías anteriores. . **Grado de inversión mínimo.**

ANEXO I
Informe Jurídico

FIDEICOMISO FINANCIERO CASASURU DE DESARROLLO DE VIVIENDAS DE INTERES SOCIAL I.
Informe Jurídico.

I – Introducción.

El proyecto se apoya en dos pilares fundamentales, a partir de los cuales se diseña todo el emprendimiento. El primero refiere a su amparo en el ámbito de la Ley 18.795 denominada "Acceso a la Vivienda de Interés Social"; norma que establece una serie de exoneraciones tributarias a los proyectos de inversión para la construcción de viviendas de *interés social* según las definiciones y requisitos en ella explicitados. Dicho tratamiento fiscal depende de la denominada *declaratoria promocional* otorgada por el Poder Ejecutivo. El otro pilar es la necesidad de dotar al proyecto de un financiamiento seguro y a largo plazo, para lo cual se recurre al instituto del fideicomiso disciplinado por la Ley 17.703, bajo la modalidad de un fideicomiso financiero que emitirá certificados de participación en el dominio fiduciario, cuyo precio será aplicado a la construcción de los complejos habitacionales y demás gastos asociados a la estructura.

Ambos aspectos están indisolublemente unidos, pues será el propio fideicomiso quien lleve adelante la construcción de las viviendas y su comercialización, para lo cual el fiduciario designa a una empresa especializada en el sector que será la responsable de ejecutar el Plan de Negocios diseñado a dicho fin. De lo cual, el éxito de todo el emprendimiento queda vinculado a la declaración promocional de la Ley 18.795 y naturalmente al cumplimiento diligente y profesional del fiduciario y del operador del plan de negocios, en un todo de acuerdo con los plexos convencionales de la estructura.

Las obras se harán en varios inmuebles, dos de ellos aportados por los fideicomitentes quienes, como contraprestación, recibirán certificados de participación en el resultado del fideicomiso. Los demás inmuebles pertenecen a terceros y serán adquiridos directamente por el fideicomiso a través de la cesión de los contratos preliminares ya firmados entre sus propietarios y el Administrador del proyecto, según se detallará en ulterior capítulo.

En forma muy sucinta, estos predios que serán asiento de las viviendas a construir, están emplazados en el Departamento de Salto y en el Departamento de Canelones; en cuatro sub proyectos: a) Proyecto Lagomar Norte, compuesto por 4 etapas. Cada etapa tiene 80 casas, totalizando 320 casas; b) Proyecto Las Piedras, compuesto por 4 etapas. Cada etapa tiene 72 casas, totalizando 288 casas; c) Proyecto Lagomar Sur, compuesto por 3 etapas, totalizando 126 casas y d) Proyecto Salto, compuesto por una sola etapa con la construcción de 64 casas (esta etapa corresponde a la tercera de un proyecto ya construido y comercializado). Este detalle es prospectivo y puede variar, ya en su número o en las características de las viviendas, si durante la ejecución de las obras el Administrador apreciara una mayor demanda de otro tipo de vivienda.

Para la elaboración de este informe se analizaron los siguientes documentos: el Prospecto Informativo y sus anexos contractuales, a saber: Contrato Constitutivo del Fideicomiso Financiero, el Contrato de Administración, los Documentos de Emisión de los Certificados de Participación (Serie A – oferta pública y Serie B – oferta privada) y el Contrato de Entidad Representante que vincula al fiduciario y a BEVSA quien asume la representación y defensa de los derechos de los beneficiarios. Asimismo se recibieron del fiduciario certificaciones notariales sobre diversos aspectos relacionados con los inmuebles que conformarán el patrimonio fiduciario, sus titulares, regularidad y vigencia de las sociedades comerciales partícipes, así como los boletos de reserva cedidos al fideicomiso.

En los siguientes capítulos abordaremos los tópicos que merecen comentarios singulares en aras de una óptima información. Entendemos adecuado hacer una descripción general del contrato de fideicomiso, para luego centrar el enfoque en las contingencias jurídicas que pudieran presentarse en la vida del fideicomiso. Finalmente haremos una enumeración de los artículos definatorios de régimen legal del fideicomiso y su correlato con las pautas contractuales de marras.

II - Del Contrato de Fideicomiso Financiero.

Cumpliendo con la normativa legal vigente, el negocio jurídico se constituye mediante la celebración de un contrato, de acuerdo con el cual **MULERY S.A.** y **NURWOLY S.A.** en su calidad de Fideicomitentes, constituyen la propiedad fiduciaria de un conjunto de bienes (derechos de propiedad de dos bienes inmuebles ubicados en Salto y Las Piedras respectivamente y la cesión de boletos de reserva para la compra de otros dos inmuebles), la que es transmitida a **EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A.** en su calidad de Fiduciaria, para que los administre conforme con las instrucciones que surgen del propio contrato, en beneficio de los tenedores de los certificados de participación que serán emitidos.

MULERY SA es propietaria del inmueble padrón N° 35.593 del Departamento de Salto y NURWOLY SA es propietaria del inmueble padrón N° 15.897 de la localidad de Las Piedras, Departamento de Canelones. La transmisión de estos bienes al fideicomiso es de carácter onerosa, por cuanto reciben como contrapartida certificados de participación de oferta privada serie B, convirtiéndose de esta forma en beneficiarias del fideicomiso (cláusula 3).

La actividad encomendada al fiduciario consiste en el desarrollo y ejecución de proyectos de construcción de viviendas de interés social y su comercialización, conforme a los términos, plazos y condiciones que resultan del Plan de Negocios, viviendas éstas que serán construidas tanto en los inmuebles aportados por los fideicomitentes, como en otros cuatro inmuebles (padrones 46.944, 44.890, 44.891 y 44,892, Ciudad de la Costa, Canelones), que deberán ser adquiridos por el Fideicomiso (cláusulas 6 y 15).

El modelo de negocio requiere de la participación de un actor especializado en la ejecución de este tipo de emprendimientos, por lo cual al rol fundamental del Fiduciario en las tareas relativas al control, manejo de los fondos, la emisión de los Valores, la rendición de cuentas y la contabilidad del Fideicomiso entre otras, se suma la participación de la empresa **CASASURU SA** a quien se designa Administrador y en ese rol será el encargado de llevar adelante la implementación del Plan de Negocios, de acuerdo a lo establecido en los términos que surgen del Contrato de Administración (cláusula 7 del contrato de fideicomiso). Será obligación del Fiduciario controlar el cumplimiento por parte del Administrador de las obligaciones asumidas por éste en aquel contrato, a cuyos efectos, el Fiduciario le podrá solicitar toda aquella información y documentación que considere necesaria y en caso de constatar un incumplimiento, lo informará de inmediato a la Entidad Representante y a los Titulares, a efectos de que sean éstos quienes resuelvan las acciones a seguir.

En este sentido además se prevé que el Fiduciario contratará un Auditor de Obra (cláusula 23), que será el encargado de controlar y certificar los avances de las obras realizadas por los contratistas, certificación que será requisito necesario para realizar el pago a los mismos. El Auditor de Obra realizará un seguimiento mensual de las obras, controlando el avance físico y financiero de las mismas, verificando su conformidad con el presupuesto y anteproyecto de arquitectura.

En lo que respecta a la actividad del fiduciario, se reglamentan sus obligaciones, facultades y prohibiciones en la forma de estilo (cláusulas 15 a 18), debiendo ceñirse al estándar de conducta del buen hombre de negocios, siendo relevante destacar que será éste el encargado de realizar los pagos que correspondan a los contratistas de obra, de acuerdo a los avances de obra que sean certificados por el Auditor de Obra así como los demás pagos que correspondan para el desarrollo de los Proyectos y/o con relación a los Inmuebles. Se prevé la constitución y mantenimiento de una **Cuenta de Reserva** para solventar Gastos del Fideicomiso en caso que no existan otros fondos disponibles en el Fideicomiso. Debe además mantener una contabilidad separada de los bienes, derechos y obligaciones que integran el patrimonio del Fideicomiso. Se encuentra previsto que en caso de incumplimiento de sus obligaciones la Asamblea de Titulares de Certificados de Participación por mayoría especial podrá resolver la sustitución del mismo, pudiendo hacerlo también en caso de no mediar incumplimiento, pagando a éste una indemnización equivalente a la remuneración de un año de la comisión de administración del

Fiduciario.

Según la cláusula 8 (emisión de valores), el financiamiento se obtiene en una primera etapa, del producido de la emisión y colocación de Certificados de Participación por hasta un monto de UI 140.500.000, certificados estos que dan a sus titulares el derecho de participar en los resultados del Fideicomiso (fondos netos distribuibles). Se emiten dos series de certificados, una Serie A de oferta pública, por hasta un valor nominal de UI 135.000.000 y una Serie B de oferta privada por hasta un valor de UI 5.500.000 destinada a los fideicomitentes como contrapartida por sus respectivos aportes. La colocación de la totalidad de los valores emitidos se pacta como condición resolutoria de la emisión. En este caso el Fiduciario oficia como Entidad Registrante, será el encargado de llevar el registro de los valores que serán escriturales y todos los negocios jurídicos que afecten la titularidad de los certificados, así como los pagos realizados.

Se establece un sistema de integración diferida de los valores de la Serie A con la siguiente secuencia de desembolsos: **a)** 10% del monto de la emisión al día siguiente al cierre del período de suscripción; **b)** 10 % a los 30 días, **c)** 20% a los 60 días, **d)** 20% a los 180 días y **e)** el 40 % restante a los 240 días; en todos los casos desde el día siguiente al cierre del período de suscripción.

Resulta relevante señalar que los titulares de certificados de la Serie A tienen prioridad para el cobro del capital, respecto del capital de la Serie B, en tanto que el remanente se distribuye en los porcentajes establecidos en esta cláusula 8, los que varían según se supere una tasa interna de retorno del 20% anual para los certificados serie A.

En cuanto al plazo del Fideicomiso se establece la vigencia del fideicomiso hasta la comercialización de la totalidad de las viviendas y se cancelen todos los Gastos del Fideicomiso, o por el transcurso de treinta años, lo que ocurra primero.

III – Contingencias subjetivas.

En este segmento se analiza el cumplimiento de los requisitos normativos impuestos a los sujetos para intervenir válidamente en la estructura de marras. Esto refiere tanto a las exigencias para realizar los actos jurídicos así como la validez y eficacia de los propios actos que están llamados a celebrar. Del Prospecto Informativo, los contratos anexos y los certificados notariales remitidos por el fiduciario, son elementos suficientes para dejar constancia sobre el cumplimiento de estos requisitos; de todo lo cual hacemos un sucinto repaso.

A. De la Fiduciaria.

EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A. actúa como Fiduciario y según las emergencias del Prospecto Informativo, desde julio de 2004 está autorizada por el Banco Central del Uruguay para actuar en dicha calidad en fideicomisos financieros en el Uruguay, de acuerdo a las disposiciones de las Leyes 16.774 y 17.703 y decreto reglamentario 516/003. Aparte de este rol principal de cumplir con el encargo fiduciario, EF ASSET MANAGEMENT (EF AM), actúa como Entidad Registrante de los Certificados de Participación y será el Agente de Pago de los valores.

B. De los Fideicomitentes.

En primer lugar debemos señalar que CASASURU SA como administrador del emprendimiento y las fideicomitentes MULERY SA y NURWOLY SA integran un grupo económico siendo “personas vinculadas” en el marco de los plexos convencionales de la estructura, según declaración jurada de fecha 18 de diciembre de 2014 que se tuvo a la vista.

Dicho esto, corresponde consignar que la fideicomitente MULERY SA es persona jurídica vigente y hábil. Su representación corresponde al Administrador, Presidente, Vicepresidente o dos Directores actuando

4

conjuntamente, sin perjuicio de los poderes que se otorguen. El 100% de su capital social está representado por acciones al portador, razón por la cual con fecha 10.4.2013 comunicó al BCU la titularidad del capital accionario, de acuerdo con lo establecido en la Ley 18.930. El 23.7.2012, la sociedad confirió a la Sra. Mariela Pereira Freda (firmante del Contrato), poder general de administración, afectación y disposición, el que se encuentra vigente a la fecha.

La fideicomitente NURWOLY SA, es persona jurídica vigente y hábil y la representación de la sociedad será ejercida del mismo modo que la anterior. En este caso el capital social también está integrado por acciones al portador, comunicación que fue realizada al BCU el 10.4.2013 comunicó al BCU (Ley 18.930). El 20.12.2011 la sociedad confirió a la Sra. Mariela Pereira Freda (firmante del Contrato), poder general de administración, afectación y disposición, el que se encuentra vigente a la fecha. Todas las sociedades comerciales citadas han dado cumplimiento a la Ley 17.904.

D. Del Administrador.

CASASURU SA, es persona jurídica hábil y vigente, con estatutos aprobados por la AIN el 12.10.2011, inscrito en el Registro Nacional de Comercio el 9.11.2011. Según acta de asamblea extraordinaria de accionistas del 17.12.2012, se decidió modificar el Estatuto Social, exclusivamente en lo relativo al tipo de acciones en el marco de la ley 18.930, las que pasaron a ser nominativas, modificación que fue debidamente inscripta.

La representación de la sociedad recae en el Administrador, el Presidente, Vicepresidentes o dos Directores actuando conjuntamente. El Sr. Sebastián Sommer, Presidente de la sociedad, firma el contrato de Administración.

E. De los beneficiarios.

Finalmente y en lo que atañe a los requisitos de capacidad jurídica y poder normativo negocial de los beneficiarios (suscriptores y titulares de los CP Serie A), deberán ser calibrados en atención a las particularidades personales o institucionales de cada inversor tanto en lo atinente a la operación bursátil como para participar en el contrato de fideicomiso. En cuanto a los titulares de los CP Serie B, aplica lo señalado en el párrafo anterior.

En suma, las partes se encuentran autorizadas por el ordenamiento jurídico vigente a participar en el negocio fiduciario proyectado y no se aprecian obstáculos para la validez y eficacia de las obligaciones que asumen.

IV - Contingencias objetivas.

En el marco de esta estructura fiduciaria, el derecho de crédito que otorga la titularidad de los certificados de participación se encuentra condicionado a la existencia de utilidades netas distribuibles, esto es, que el emprendimiento inmobiliario se desarrolle conforme lo proyectado generando las utilidades que se esperan. En este contexto resulta oportuno referir a las principales contingencias objetivas en el desarrollo y ejecución del plan de negocios diseñado, es decir, los riesgos jurídicos a los que se expone el desarrollo del negocio proyectado y los remedios normativos existentes para mitigar su eventual incidencia. En esta categoría podemos incluir los siguientes aspectos: **a)** situación de los bienes inmuebles asiento de las obras; **b)** las exigencias contractuales impuestas al Administrador y su régimen de responsabilidad; **c)** las herramientas de acceso a la información, fiscalización y control que se atribuyen a los Titulares en relación al desarrollo del negocio y **d)** La declaración de viviendas de interés social para cada uno de los proyectos a ser desarrollados.

a. Situación de los bienes inmuebles.

Hemos tomado conocimiento de la reciente promoción de litigio civil contra diversas personas jurídicas que integran CASASURU SA y contra el Sr. Sebastián Sommer, proceso que se sustancia ante el Juzgado

Letrado de Primera Instancia en lo Civil de 3° Turno, Ficha 2-50359/2014. Según información recibida de la defensa de la parte demandada, el demandante reclama, al abrigo de los artículos 189 a 191 de la Ley 16.060, la prescindencia de la personalidad jurídica de varias personas jurídicas que integran CASASURU SA, entre ellas las entidades fideicomitentes Mulery SA y Nurwoly SA. En virtud de lo cual, la demanda fue inscrita en el Registro Nacional de Actos Personales – Sección Interdicciones (art. 191 Ley 16.060 y art. 35.4 Ley 16871).

Entendemos que dicha inscripción tiene efectos declarativos, lo cual significa que sólo cuando haya sido amparada dicha pretensión por sentencia firme, le serán inoponibles al acreedor los actos posteriores a la referida inscripción; sin que ello habilite a cuestionar la validez del acto. Se añade asimismo que dicho asiento registral no implica identificación o afectación de ningún bien concreto de las personas jurídicas involucradas.

En apoyo a esta postura y a raíz de las consultas cursadas al BHU, la entidad se ha pronunciado por intermedio de la Sala de Escribanos, señalando que: *“En conclusión esta Sala decide que las inscripciones referidas no afectan ni la validez ni la eficacia de las enajenaciones que realicen las sociedades referidas”. Por lo tanto se podrá continuar con las escrituras donde actúen las sociedades MULERY SA y LISFELY SA”*.

Dicho lo anterior, pasamos al análisis de las pautas contractuales referidas al acápite. Más allá del estudio de títulos de todos los inmuebles involucrados, es dable consignar que los mencionados en la cláusula 6 (padrones 46.944, 44.890, 44.891 y 44.892), serán adquiridos directamente por el fideicomiso y en cumplimiento de los boletos de reserva suscritos. En tal sentido es oportuno señalar que la cláusula prevé que *“En caso que el Fideicomiso no pudiera adquirir estos inmuebles, ya sea porque los vendedores finalmente no vendan los mismos o los títulos de propiedad no resultaran buenos, el Administrador deberá procurar otras opciones de inmuebles a adquirir para el desarrollo de los Proyecto...”*.

Si bien nada hace suponer que esto suceda, lo cierto es que la eventualidad supondría una variación – al menos temporal – de lo proyectado inicialmente, requiriendo la búsqueda de bienes que ofrezcan similares características y someterlo a la decisión de la Mayoría Especial de Titulares.

b. Actuación del Administrador

Una de las notas relevantes de la estructura analizada está dada por la adjudicación de las tareas ejecutivas del negocio (construcción y comercialización) al Administrador, cuyo marco normativo de actuación no surge de las normas que regulan el fideicomiso, ergo, las pautas legales del fideicomiso financiero no le resultan aplicables, permaneciendo la responsabilidad por la gestión del negocio en la persona del Fiduciario, al menos en su faz interna (frente a los beneficiarios), siendo éste el encargado de emitir los valores, adquirir los inmuebles, administrar las cuentas del fideicomiso, llevar el registro de titulares, rendirles cuentas y en especial disponer los pagos de los certificados de participación, liquidar el patrimonio fiduciario a su extinción. Asimismo deberá realizar todas las acciones tendientes a la protección del patrimonio del fideicomiso contra cualquier agresión y en particular no incurrir en ninguna de las prohibiciones que establece la ley 17.703 en su artículo 20.

En función de lo anterior y en orden a delimitar los respectivos campos de actuación y por añadidura las responsabilidades, debemos observar la cláusula 7 del contrato de fideicomiso. Al designarse un administrador el fiduciario está desplazando hacia un tercero funciones que en principio le competen. Ahora bien, se entiende que no todas las facultades y competencias que integran el *encargo fiduciario* son indelegables, por ello la cláusula expresa con claridad, que a pesar de la contratación el fiduciario *“mantendrá la responsabilidad por la administración de Fideicomiso”* y luego deja de manifiesto aquellas funciones intrínsecas que el fiduciario no puede delegar bajo ningún supuesto.

En este sentido entonces, la contingencia que debe considerarse es la de eventuales apartamientos o incumplimientos del Administrador en la ejecución del plan de negocios. A los efectos de cubrir este

riesgo será obligación del Fiduciario controlar el cumplimiento por parte del Administrador de las obligaciones asumidas por éste, a cuyos efectos, está previsto que le podrá solicitar toda aquella información y documentación que considere necesaria y en caso de constatar un incumplimiento, lo informará de inmediato a la Entidad Representante y a los Titulares, a efectos de que sean éstos quienes resuelvan las acciones a seguir.

Con el fin de reforzar los controles directos en las obras, se prevé que el Fiduciario contratará un Auditor de Obra, encargado de controlar y certificar los avances de las obras realizadas por los contratistas, certificación que será requisito necesario para realizar el pago a los mismos. El Auditor de Obra realizará un seguimiento mensual de las obras, controlando el avance físico y financiero de las mismas, verificando su conformidad con presupuesto y anteproyecto de arquitectura. Será también su responsabilidad verificar aportes al BPS y tiene facultades de formular objeciones sobre todo aspecto que pueda afectar el objeto del Contrato de Obra

En definitiva entonces, se han creado mecanismos de control a la actividad del Administrador que involucra tanto al Fiduciario de forma directa y a través de los informes del Auditor de Obra, como también a la Asamblea de Titulares que será convocada a decidir en caso de constatarse algún tipo de incumplimiento, pudiendo llegar en su caso a la revocación y sustitución del mismo.

c. Actuación de los Titulares.

Una de las particularidades más relevantes de la estructura analizada dice relación con la posición jurídica que asume quien invierte en los títulos emitidos por el fideicomiso, por cuanto se trata de certificados de participación, que otorgan un derecho de crédito condicionado al resultado económico del emprendimiento, de forma tal que se terminan compartiendo los riesgos de la actividad productiva, la que por otra parte no se desarrolla directamente por el Fiduciario, sino que se encomienda su ejecución en la figura del Administrador. En este marco de riesgo compartido, cobran particular relevancia las prerrogativas que el contrato de fideicomiso otorga a los titulares de los certificados a los efectos de ejercer su poder-deber de contralor del proceso de ejecución del plan de negocios, el cual se canalizará principalmente a través de su participación en las Asambleas de Titulares.

Asambleas de titulares

En el marco la actuación de los titulares se concreta orgánicamente a través de la Asamblea de Titulares, la que podrá ser convocada en cualquier momento por el Fiduciario, la Entidad Representante o Titulares que representen al menos el 20% del valor nominal de los Valores emitidos a través de la Entidad Representante, la que deberá convocarla dentro del plazo de 60 días de recibida la solicitud mediante publicaciones en el Diario Oficial y en otro diario que deberá contener el orden del día, salvo en caso de reunirse la unanimidad de los tenedores de los Valores emitidos y en circulación, en cuyo caso puede prescindirse de las publicaciones. El quórum para que la asamblea sesione válidamente será de Titulares que representen un porcentaje igual o mayor al que corresponda a las mayorías que se requieran para adoptar las decisiones que se proponen. Para tener derecho a voto en las Asambleas los titulares deben estar registrados como tales ante el Fiduciario en su calidad de Entidad Registrante. Cada certificado otorga derecho a un voto. No se tendrán en cuenta para determinar el quórum ni tendrán derecho a voto los Titulares que tengan vinculación directa o indirecta con el Fiduciario en ningún caso, limitándose el derecho a voto de los Certificados de Participación que sean propiedad del Administrador y de sus Personas Vinculadas en aquellos casos que se deba adoptar resolución sobre casos de incumplimiento del Administrador, iniciar acciones legales contra el mismo o su remoción.

Si bien el principio es que la Asamblea resuelve por el voto conforme de al menos dos titulares cuyos valores representen en conjunto un valor nominal superior al 50% de los valores emitidos (**Mayoría Absoluta de Titulares**) hay ciertas decisiones que por su trascendencia únicamente pueden adoptarse por el voto conforme de al menos dos Titulares que representen en forma conjunta un valor nominal superior al 75% del capital adeudado al momento de la resolución (**Mayoría Especia de Titulares**). Estas

son: modificar las condiciones de la emisión de los valores; la extinción del Fideicomiso en caso de insuficiencia patrimonial, o en caso que no se obtengan los permisos más relevantes vinculados con el desarrollo de los Proyectos, aprobar cambios al Plan de Negocios a propuesta del Administrador, aprobar cambios al Contrato de Administración propuestos por el Fiduciario, aprobar la compra de bienes inmuebles para la construcción de vivienda, si no se pudiera adquirir alguno de los previstos en el contrato, la sustitución de la entidad representante, la sustitución del fiduciario y la remoción del Administrador. En todo lo que viene de decirse son de aplicación los artículos 48, 49, 345, 346, 347 y relacionados de la Ley de Sociedades Comerciales N° 16.060, la Recopilación de Normas del Mercado de Valores (RNMV – BCU) y naturalmente lo dispuesto por el artículo 32 de la Ley 17.703.

Derecho de información.

Los tenedores de los Certificados tienen consagrado el derecho a la información y rendición de cuentas que debe enviar de forma periódica (trimestral, semestral y anualmente) el Fiduciario, quien debe proporcionar copia del informe del Administrador, informe semestral sobre estados contables del fideicomiso y copia de los estados contables de forma anual. Recibidos estos informes los titulares podrán realizar observaciones al mismo dentro de los 30 días siguientes a su recepción y en su defecto se tendrán por aprobados tácitamente los mismos, liberando de responsabilidad al Fiduciario por su actuación en ese período. Se establece además, que cualquier titular podrá requerir por escrito información sobre el patrimonio del Fideicomiso y cualquier otra información con la que cuente el Fiduciario y que razonablemente pueda interesar al Titular.

d. Declaración de Interés social.

El proyecto se viabiliza con la obtención para cada uno de los desarrollos de la declaración de Interés Social en los términos previsto por la ley 18.795, norma que crea un programa para facilitar a las familias de ingresos medios y medios bajos el acceso a viviendas para compra o arrendamiento, a través de exoneraciones tributarias a inversores privados para la construcción, ampliación o reciclaje de viviendas. Los beneficios previstos son por un lado tributarios, pues se pueden exonerar hasta el 100% de los tributos nacionales, y por el otro financieros, pues estos proyectos cuentan además con facilidades para la comercialización al poder integrarse al Fondo de Garantía de Créditos Hipotecarios, permitiendo posibilitando a los compradores la financiación de hasta el 90% del valor del inmueble (hasta con 25 años de plazo), facilitando así el acceso de la demanda.

Conforme lo previsto por la normativa vigente, el proceso para la obtención de la declaración comienza con la presentación de la propuesta ante la Agencia Nacional de Vivienda, la cual eleva un informe técnico a la Comisión Asesora de Inversiones en Vivienda de Interés Social (integrada por un representante del Ministerio de Economía y Finanzas y otro del MVOTMA) la que en un plazo de 20 días debe elevar un informe al Ministro de Vivienda Ordenamiento Territorial y Medio Ambiente quien podrá declarar la promoción de los proyectos (el Poder Ejecutivo ha delegado en éste sus atribuciones para el otorgamiento de los beneficios tributarios a los proyectos y actividades promovidas por la Ley N° 18.795 de 17 de agosto de 2011 y el Decreto N° 355/011 de 6 octubre de 2011).

V – Consideraciones finales.

Citamos algunas provisiones adicionales coadyuvantes al buen resultado económico del proyecto. La primera la encontramos en la multicitada cláusula 6 del Contrato al decir: *“cada una de las segunda y siguientes etapas que correspondan a cada uno de los proyectos estará condicionado a que el 35% de las viviendas de la etapa anterior tienen que haber sido comercializadas, habiéndose escriturado y cobrado el 100% del precio de las misas”*. Con ello el fideicomiso asegura fondos líquidos propios para reinvertir en las etapas siguientes, acompasando el ritmo de amortizaciones de los títulos.

Por su parte, las cláusulas 29 y 30 reglamentan la facultad del fiduciario de crear cuentas para *contingencias* y la *reserva de liquidación* respectivamente. Estas son buenas medidas de cobertura, si bien obedecen a distintos eventos y momentos en la vida del fideicomiso. Así, la reserva de

contingencias, como su nombre lo indica sirve para hacer frente a eventuales reclamos, ya sea de terceros contra el fideicomiso, ya sea por cobro de créditos fiscales que pudieran devengarse más allá de lo previsto inicialmente; todo ello durante la vida del fideicomiso. Por su parte, la reserva de liquidación refiere a una etapa posterior, a partir de la extinción del fideicomiso y sirve para hacer frente a todos los pagos que se generen desde ese momento y hasta su liquidación final.

Como fortaleza típica del sistema y de acuerdo al marco legal de la Ley 17.703 los bienes incorporados y que constituyen patrimonio fiduciario (los "Activos"), quedan afectados única y exclusivamente a los fines del fideicomiso (cláusula 4) y responden únicamente por las obligaciones derivadas de la emisión por los gastos, tributos, honorarios e impuestos que gravan este tipo de operaciones. Este patrimonio no responde por deudas de los fideicomitentes o de la fiduciaria (artículos 7 del cuerpo normativo). Contrapartida de lo anterior, los bienes particulares del Fiduciario no responderán por las obligaciones contraídas en la ejecución del fideicomiso, las que serán satisfechas con los bienes fideicomitidos (Art. 8).

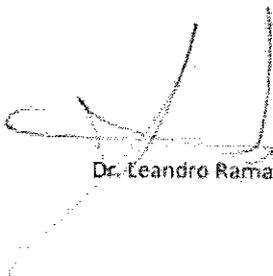
La estructura convencional cumple con los requisitos legales de constitución formal, individualización y publicidad de la propiedad fiduciaria así como la oponibilidad (artículos 2, 6 y 17 de la ley 17.703). A la fecha de este informe, ya se ha presentado al BCU a efecto de su estudio y ulterior inscripción en el Registro de Valores (art. 12 Decreto Reglamentario 516/003).

Los valores a emitirse son escriturales, de oferta pública (la Serie A) y se prevé su cotización bursátil. Según los artículos 25 y 27 de la Ley 17.703, son títulos valores, por lo que rige en lo pertinente el Decreto Ley 14.701, en cuanto fuere aplicable y según remisión expresa de las normas precitadas. BEVSA será la Entidad Representante de los derechos e intereses de los beneficiarios, de acuerdo a las emergencias del Contrato homónimo, el cual está en armonía con el contrato de fideicomiso y el contrato de administración.

En cuanto a la responsabilidad de las partes en el contrato de fideicomiso, la misma se rige por los principios generales y en particular la Fiduciaria 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 que nos convoque contempla esta limitación de responsabilidad.

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.

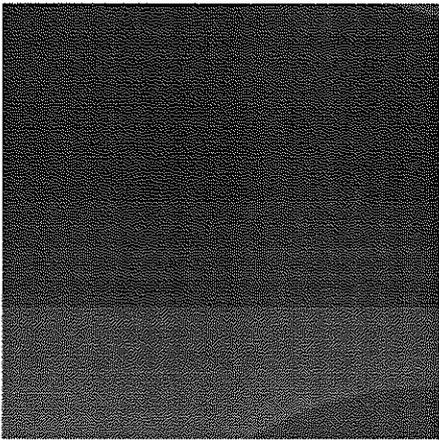
Montevideo, 22 de mayo de 2015.



Dr. Leandro Rama

ANEXO II

Informe Sectorial



Informe sectorial: Sector Inmobiliario

Mercado de Vivienda

Diciembre 2014

Ec. Mayid Sáder Neffa

Índice

Resumen Ejecutivo.....	36
Introducción.....	39
1. Formación de precios de los activos inmobiliarios	39
2. Contexto Externo	40
3. La vivienda en Uruguay	42
3.1 Descripción sectorial y tendencias generales.....	42
3.2 La Oferta	44
3.3 La Demanda	47
4. La política pública habitacional del gobierno	52
5. "Fideicomiso Financiero de desarrollo de vivienda de interés social I"	53
6. Referencias Bibliográficas.....	54

Resumen Ejecutivo

El objetivo del informe es presentar diferentes estrategias de inversión en el sector inmobiliario y argumentar las bases conceptuales de la elección de las mismas. El subsector seleccionado para definir las estrategias fue el de vivienda. En este sentido, se analizará la cartera de inversión inmobiliaria del Fideicomiso Financiero "CasasUru" en relación a las estrategias planteadas en el presente informe.

La demanda de activos inmobiliarios presenta dos características económicas marcadamente diferentes. Es un bien de uso y al mismo tiempo es un activo que conserva y aumenta el valor con el transcurso del tiempo. Según la literatura económica, los factores que más inciden en la formación del precio de los inmuebles son el ingreso de los hogares, el aumento de la población, la tasa de interés real y el monto de créditos inmobiliarios.

En Uruguay, el crecimiento de la población ha sido nulo en los últimos años y se espera que no tenga mayores variaciones en los próximos. En el mismo sentido, para el caso de la tasa de interés real, el ingreso de los hogares y el monto de créditos se proyecta (para el corto plazo) un escenario favorable para la inversión inmobiliaria.

El eventual arribo de Fondos de Inversión inmobiliarios así como el nacimiento de nuevas formas de estructurar los negocios inmobiliarios (asemejándolos al mercado financiero) seguramente provocarán un aumento estructural de los valores medios y cambios en la formación de los precios.

El stock de viviendas es antiguo y poco apto para la demanda actual. El mismo evidencia necesidades de reciclajes, reparaciones y mejoras constructivas donde más del 60% fue construido hace más de 40 años presentando características tipológicas y constructivas en vías de obsolescencia. El mercado presenta una marcada dificultad para el acceso a la vivienda, donde un 40% de los hogares no es habitado por sus propietarios.

El avance en la esperanza de vida, la creciente fragmentación del hogar, la disminución de la tasa de matrimonios, la reducción en la cantidad de hijos, el progresivo aumento de jóvenes con estudios terciarios en el mercado laboral y el incremento de la inseguridad han cambiado el paradigma en el mercado de la vivienda. Esto genera una disociación entre el stock y la demanda por vivienda. Según el Censo de 2011, el 24% de los hogares estaban habitados por una sola persona mientras que en 1996 era el 17%. En el sentido inverso, en 1996, la familia "tradicional" (hogar biparental con hijos) representaba valores cercanos al 40% de los hogares mientras que en el último Censo representó un 28,5%.

La nueva oferta inmobiliaria, generada entre el 2004 - 2013 se ha gestado sin intervenciones desde el sector público y se ha concentrado en las zonas donde habitan los hogares con mayores ingresos. Se construyen tipologías más reducidas en términos de metros cuadrados y de habitaciones por vivienda en relación con el stock existente, en concordancia con lo mencionado párrafo arriba. El promedio de dormitorios por vivienda se sitúa en 1,7 mientras que en la década noventa oscilaba valores de 2,5; la construcción de monoambientes explica la importante reducción del indicador.

La construcción de torres suntuarias se ha destacado en el período, evidenciando valores de oferta similares a los experimentados en la década del noventa. En contraposición, la vivienda económica presenta valores diez veces inferiores respecto al mismo período. Se estima que en Montevideo existe un déficit de oferta de más de 900.000 metros cuadrados en esta categoría de vivienda. No obstante lo anterior, se destaca que en los últimos dos años se ha comenzado a revertir este déficit, explicado en gran parte por los incentivos de la Ley de acceso a la Vivienda de Interés Social.

La vivienda presenta dos demandas derivadas; la demanda por uso y la demanda como activo de inversión. Los drivers de la "demanda por uso" son la fragmentación de los hogares, los cambios en el

paradigma de la vivienda y la obsolescencia del stock; mientras que para la demanda por inversión, la variable más relevante es la tasa de interés real.

El crédito hipotecario/PBI es exiguo en relación a la región. Si bien se encuentra en una fase de crecimiento, se sitúa por debajo de los valores de la década del noventa y es exiguo para satisfacer la demanda potencial de vivienda.

El mercado demanda tipologías constructivas cada vez más reducidas y en la franja costera el tamaño de los hogares se acerca a una relación de dos habitantes por vivienda. De cada tres nuevos hogares, dos son unipersonales. Asimismo, el 72% de la demanda se concentra en unidades menores de tres dormitorios.

El precio del metro cuadrado expresado en valores constantes (ajustados por la inflación) se ha mantenido sin oscilaciones por lo que no revisten signos de burbuja en el mercado de la vivienda. No obstante lo anterior, el precio de la mano de obra y de la tierra han aumentado sensiblemente en los últimos años.

Desde octubre de 2011 Uruguay cuenta con una Ley que promueve la inversión privada en viviendas de interés social a partir del otorgamiento de exoneraciones tributarias en construcción, refacción, reciclaje o ampliación de viviendas de sectores económicos bajos, medios bajos y medios de la población. Dicha Ley se votó por unanimidad en el Parlamento lo que mitiga el riesgo de futuras intervenciones de política pública en el mercado de vivienda. No obstante lo anterior, corresponde observar con preocupación la resolución 636/2014 del 16 de junio de 2014 del MVOTMA. Dicha resolución, introduce una señal de alerta desde la política pública hacia el sector privado. Los primeros dos años de vigencia de la Ley fueron positivos y destinaron inversión en diversas zonas geográficas donde pocos operadores hubiesen invertido capital. Este cambio inesperado en la regulación promocional en la que se sostiene el impulso sectorial incrementa significativamente el riesgo político para futuros proyectos y sus soportes financieros.

En síntesis, existen desencuentros entre demanda y oferta de vivienda en el segmento bajo, medio y medio alto de la población; ocurre lo mismo con las tipologías de monoambiente y un dormitorio en la zona Premium de la ciudad o sus cercanía. Este desencuentro se explica en algunos casos por razones de índole social y en otros casos por ausencias de políticas de largo plazo que fomenten la oferta de vivienda hacia los quintiles medios y bajos de la población así como que fomenten y profundicen el crédito hipotecario.

El nuevo escenario de política pública que ha tenido un adecuado efecto sobre la oferta de vivienda, pero ha sido insuficiente o casi nulo en lo que respecta a fomentar la demanda (vía crédito). El financiamiento se presenta como el primer obstáculo sectorial. La consecuencia de la insatisfacción de la demanda potencial continuará presionando la demanda de alquileres.

Existen tres segmentos de la demanda donde se perciben oportunidades de inversión:

- a) Construir tipologías adaptadas hacia la demanda de jefes de hogar con edades entre 25 y 45 años, que presenten ingresos altos y medio altos y no cuenten con stock de capital para la compra del inmueble.
- b) Construir, en zonas Premium o cercanas a estas, tipologías adaptadas hacia la demanda de hogares unipersonales (especialmente hombre y mujeres profesionales solteros, mujeres y hombres adultos viudos, divorciados y solteros). Es importante destacar la demanda derivada del segmento denominado "neosolteros¹⁰". Estos se caracterizan por ser profesionales calificados y con alto nivel sociocultural y no tienen como referente social la pareja ni a la familia; gozan de buen nivel económico y la oferta de viviendas está desvinculada de sus demandas.

¹⁰ Ver "Solos, gozos y sombras de una manera de vivir" de Carmen Alborch.

- c) Realizar una eficiente gestión de compraventas de viviendas recientemente construidas o en proceso de construcción en el segmento donde la absorción es sensiblemente menor a la oferta construida.

Las características de las viviendas que suponen oportunidades de inversión serían: unidades pequeñas (menor al stock actual), buenos servicios (educación, salud y recreación), buena seguridad y bajos gastos comunes. Este formato puede aplicarse a torres situadas en padrones con amplios frentes y luminosidad o el desarrollo de nuevos barrios con viviendas en forma de dúplex o triplex.

Introducción

El presente documento detalla los argumentos cuantitativos y cualitativos que sustentan las recomendaciones de inversión en el sector inmobiliario. En este caso nos ocuparemos del submercado de vivienda.

Se describirán las principales tendencias del mercado inmobiliario en Uruguay. En los primeros dos puntos se analizará el contexto macrosectorial y se describirá bajo qué mecanismos se forman los precios de los activos inmobiliarios. El último punto concluirá sobre la expectativa del negocio inmobiliario planteado en el prospecto de emisión del "Fideicomiso Financiero CasasUru" de los acontecimientos ocurridos hasta setiembre de 2014.

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, 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.

Los modelos econométricos que estiman las variaciones en los precios de los inmuebles toman como variable dependiente o explicativa a las tasas de variación de/del:

- i) ingreso per cápita o el ingreso de los hogares
- ii) población
- iii) salario real
- iv) la tasa de desempleo
- v) del monto de los créditos inmobiliarios
- vi) la tasa de interés real
- vii) la tasa de interés real de la zona monetaria a la cuál pertenece la economía (en el caso de Uruguay es el dólar estadounidense)

Las primeras cinco variables mencionadas anteriormente responden a los determinantes de la demanda por vivienda y las últimas dos responden a los determinantes de la demanda de inversión.

El ingreso real de los hogares y la tasa de interés real se presentan como las variables explicativas de mayor relevancia a la hora de explicar el precio de los inmuebles según una revisión bibliográfica citada en el Cuadro 1. La elasticidad del precio de los inmuebles respecto a variaciones del ingreso de los hogares tiene valores superiores a la unidad en la mayoría de los documentos estudiados. Lo mismo, pero con signo contrario, pasa con la tasa de interés real. Un incremento en la tasa de interés real lleva a una disminución de la misma cuantía en el precio real de los inmuebles (véase Cuadro 1).

Cuadro 1. Diferentes elasticidades del Precio real de los inmuebles. Revisión Bibliográfica.

Autores y Países estudiados	Elasticidad del precio real de los inmuebles			Metodología empleada
	Ingreso de los hogares	Tasa de interés real	Otros factores	
Zona euro Annett (2005)	1 a 1.4	-0.3	Crédito 0.3	Panel Regressions
6 países industriales Sutton (2002)	1 a 4	-0.5 a -1.5	Valor de la Bolsa 1 a 5	Var Model 1970-2002
18 países Terrones y Otros (2004)	0.5 a 1.1	-0.5 a -1	Crédito bancario 0.1% Precio t-1 0.5 Crecimiento de la población 1.8	Dynamic Factor Model 1980-2003
Irlanda. Rae y Van der Noord (2006)	1.8	-1.9	Aumento de la oferta -2	ECM, 1977-2004
Holanda. OECD (2004)	1.9	-7.1	Aumento de la oferta -0.5	Var model 1970-2003
España. Ayuso et al (2004)	2.8	-4.5	Retorno de la bolsa -0.3	ECM 1989-2003

2. Contexto Externo

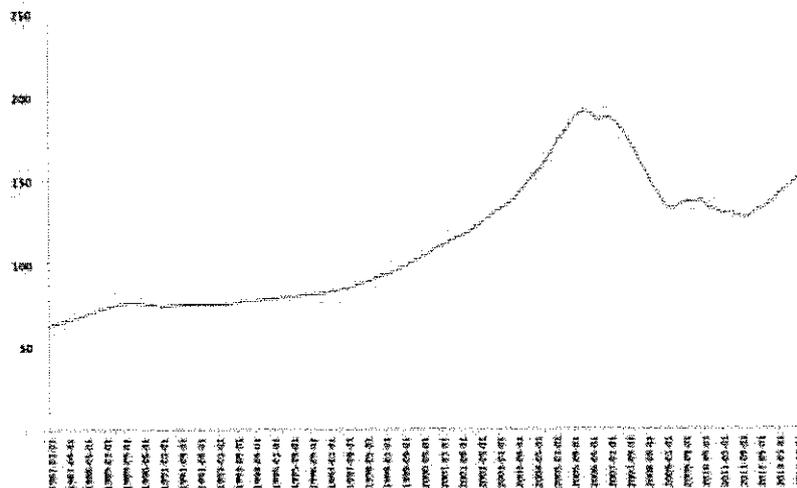
El complejo escenario económico y financiero a nivel global sumado a las políticas monetarias expansivas de Estados Unidos y de Europa han configurado una coyuntura favorable a las inversiones inmobiliarias en la región en general y en Uruguay en particular. Este contexto ha potenciado la inversión desde el norte hacia los países emergentes. En América Latina se destacan países como Brasil, Perú, Colombia y Chile. No obstante lo anterior, en el último año se evidenciaron algunos signos de alerta que han retraído la inversión para la zona geográfica anteriormente mencionada. Por un lado, el cambio de rumbo en lo que respecta a la política monetaria en Estados Unidos ha repercutido negativamente en las expectativas de crecimiento los países emergentes y concomitantemente con ello, la inversión inmobiliaria ha disminuido las tasas de crecimiento observadas en los últimos años. A su vez, Brasil, país insignia de la inversión extranjera directa en la región ha manifestado signos de desgaste en su gobernanza política así como en los indicadores económicos.

El valor de los inmuebles en el mundo desarrollado continúan sobrevaluados. No obstante, la sobrevaluación ha comenzado a disminuir en algunos. El más notorio es España, que después de la crisis financiera de 2013 ha comenzado a ajustar los precios a la baja. La revista "The Economist" muestra que 11 de los 16 mercados inmobiliarios de los que cuenta con información, están experimentando una burbuja y que sus valores están sobrevaluados en más de un 10% (ver Cuadro 2.1). En Estados Unidos como en la Unión Europea el sector inmobiliario ha experimentado en los últimos 15 años un contexto favorable en lo que respecta a la oferta nueva de vivienda como en lo que respecta a los precios medios. El índice del precio real de los inmuebles en Estados Unidos creció sostenidamente desde mediados de la década del noventa, alcanzando un incremento real de aproximadamente un 60% en 2006. A partir del año 2007 comienza un ajuste en los precios con descensos progresivos (ver Gráfica 1) que alcanza valores mínimos en abril de 2012 y a partir de ese momento parecería comenzar una nueva fase de crecimiento. Este escenario se repite en los países europeos, con la excepción que el ajuste de precios fue más lento y recientemente en este año, se estarían ajustando a la baja algunos precios.

Cuadro 2.1. Sobre/Sub Valoración de los inmuebles¹¹.

Hong Kong	69
Singapur	-13
Francia	50
China	7
Australia	45
Suecia	31
Suiza	-3
Alemania	-17
Canadá	78
Holanda	17
Gran Bretaña	21
USA	-7
Italia	-1
España	19
Japón	-37
Irlanda	-1

Gráfica 1. Evolución del precio de la vivienda en Estados Unidos en términos reales.



Fuente: Elaborado por el Autor en base al US Census Bureau

¹¹Refiere al indicador precio del inmueble en relación a la renta que se obtiene de este. Fuente: elaborado por el autor en base a información del semanario "The Economist"

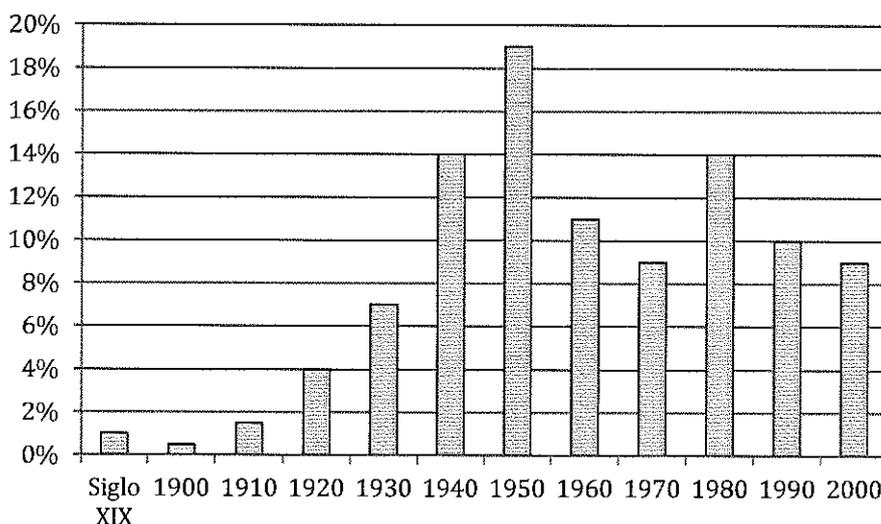
3. La vivienda en Uruguay

Se presenta una breve descripción sectorial marcando las tendencias generales, la evolución reciente y posteriormente se analizará la oferta y la demanda de inmuebles con destino a la vivienda.

3.1 Descripción sectorial y tendencias generales.

El sector presenta un stock de viviendas antiguo con necesidades de reciclajes, reparaciones y mejoras constructivas (ver "Situación de la Vivienda en Uruguay" Instituto Nacional de Estadística). Más del 60% del Stock de vivienda fue construido hace más de 40 años presentando características tipológicas y constructivas en vías de obsolescencia (ver Gráfica 2).

Gráfica 2. Distribución del stock edilicio, por década de construcción.



Fuente: elaborado por el autor en base a información brindada por el INE

Asimismo se presenta una marcada dificultad, en términos comparativos con otros países, para el acceso a la vivienda, dónde un 40% de los hogares no es habitado por sus propietarios (Cuadro 2.2) . En los últimos 30 años se ha evidenciado un crecimiento de los asentamientos informales a nivel nacional y en particular en la capital del país.

Cuadro 2.2. Viviendas ocupadas por sus propietarios (%)

País	Valor
Argentina	67%
Brasil	69%
Chile	69%
Colombia	50%
Uruguay	59%

Fuente: elaborado por el autor en base a información de HOFINET (Housing Information Network)

Con una tasa de crecimiento poblacional cercana a cero, los principales drivers de la demanda inmobiliaria son la fragmentación de los hogares, la obsolescencia y los cambios en el paradigma en lo que refiere al mercado de la vivienda. Se estima que anualmente se generan alrededor de 11.500 hogares nuevos explicados principalmente por los factores anteriormente mencionados. En términos de metros cuadrados, se estima que entre 700.000 y 800.000 metros cuadrados es la absorción anual de viviendas en el país y alrededor de 400.000 son en Montevideo.

Otro factor diferencial es que Uruguay presenta la mayor proporción de hogares unipersonales de América Latina, evidenciando valores comparables con ciudades europeas. Asimismo, esta tendencia se está acentuando año tras año, en 1996 el 17% de los hogares eran unipersonales y en 2011 se estima que estamos en valores cercanos al 24% (Cuadro 3.1). Este fenómeno se agudiza en zonas céntricas de la capital del país donde un 34% de los hogares en Pocitos/Punta Carretas es unipersonal (Cuadro 3.2).

En lo que refiere al nuevo paradigma (“modelo de vivienda”) que afecta la demanda por vivienda es preciso detenerse en:

- a. el aumento en la esperanza de vida
- b. la creciente fragmentación del hogar
- c. el aumento de la edad y la disminución de la tasa de matrimonios en individuos de contexto socioeconómico de nivel alto.
- d. La reducción en la cantidad de hijos
- e. el progresivo aumento de jóvenes con estudios terciarios en el mercado laboral.

En Uruguay un 22% de la población tiene al menos nivel de educación terciario aprobado, siendo la capital (Montevideo) la ciudad que concentra la mayor cantidad de estos, con un 31% (265.000 personas). En el mismo sentido, la matrícula universitaria aumentó un 30% desde el año 2000 hasta la fecha según el Ministerio de Educación y Cultura. Tasas de crecimiento similares se evidencian en las carreras técnicas y en las técnicas no universitarias. También hubo un aumento importante de la productividad, aumentando cada año el número de graduados en relación a los matriculados.

Este fenómeno hace que la población joven comience a trabajar en forma temprana, tenga ingresos medianamente altos y un creciente acceso al crédito inmobiliario bancario. Es un nuevo demandante que elige la forma en la que quiere vivir. En décadas anteriores, los sujetos de crédito eran individuos de mayor edad y el BHU era el único oferente de crédito bancario y el gran concentrador de la financiación de la producción de inmuebles para este público objetivo. No había demasiadas opciones de elección.

Cuadro 3.1. Hogares según número de habitantes.

No de integrantes	1996		2004		2011*	
	No de hogares	%	No de hogares	%	No de hogares	%
1,00	162673	17%	216485	20%	277988	24%
2,00	233196	24%	263178	25%	292558	25%
3,00	198090	20%	216354	20%	233711	20%
4,00	179232	18%	185492	17%	191149	16%
5,00	102075	11%	96626	9%	92097	8%
6 o más	94711	10%	83627	8%	74998	6%
Total	969977	100%	1061762	100%	1162501	100%

Fuente: Elaboración propia en base a datos del INE.

Según datos del Censo 2011, el 57% de los hogares son propietarios de la vivienda, un 20,2% es inquilino y el resto es usufructuario o ocupante. El 68,5% de los propietarios son personas mayores de 50 años y únicamente el 2,5% son menores de 30 (ver Cuadro 3.3). La fragmentación del hogar se explica mayoritariamente por los jóvenes que emancipan (menores de 30 años), la disolución de la familia (menores de 50 años) y el fallecimiento de alguno de los conyugues (mayores de 50 años). La demanda por vivienda nueva en las tres categorías mencionadas le exige a la oferta condiciones que esta, en general no cuenta. Localización, cercanía de los servicios y seguridad se presentan como los principales atributos de la vivienda.

Cuadro 3.1. Hogares según número de habitantes (Montevideo).

Personas por hogar	Pocitos/Punta Carretas	Montevideo
1	34	26
2	33	28
3	17	20
4	12	15
5	4	7
Más de 5	1	5
Total	100	100

Elaborado por el autor en base a información del INE

Cuadro 3.3. Hogares por tipo de tenencia de la vivienda. Según tramo de edad del jefe de hogar.

	Menor que 30	Mayor que 29	50 o más	
	Menor que 50			
Propietario	2,5%	29,0%	68,5%	100%
Inquilino	18,3%	41,0%	40,7%	100%

Elaborado por el autor en base a información del INE

Asimismo, en lo que respecta a la nueva oferta edilicia, se observa un cambio estructural en lo que refiere a una reducción en el tamaño de las viviendas en construcción en general y en el número de dormitorios por vivienda. Esta reducción del tamaño de las viviendas y de los dormitorios por vivienda responde al ajuste de la oferta edilicia respecto a las nuevas tendencias demográficas que se describen en el Cuadro 3.1 y en cambios en el paradigma de vivienda.

3.2 La Oferta

El sector inmobiliario ha aumentado su actividad constantemente desde 2003. Este escenario se ha gestado y desarrollado prácticamente sin intervenciones desde el sector público. Históricamente alrededor del 20% de la oferta de vivienda se generaba con intervenciones desde el sector público (BHU, MEVIR, MVOTMA, RAVE, Intendencias, etc.), y en las viviendas dirigidas hacia los segmentos bajos y medios, concentraba más de la mitad de la financiación de la producción de la oferta.

Por esta razón, el mayor número de emprendimientos inmobiliarios se ha desarrollado en las zonas "Premium" de las ciudades del país. Construir un metro cuadrado tiene el mismo costo en cualquier barrio de la ciudad y los agentes (familias y empresas) que cuentan con crédito bancario, familiar o con ahorros propios demandan inmuebles en las zonas "Premium" de las principales ciudades del país. En el caso de Montevideo, las zonas "Premium" refieren a proyectos ubicados en la franja costera y al sur de la Av. Rivera, con algunas excepciones. Los barrios de Pocitos, Malvín y Punta Carretas concentran más del 70% de la nueva oferta de vivienda en Montevideo. No obstante lo anterior, a partir de la aprobación de la Ley 18.795 (Ley de Acceso a la Vivienda de Interés Social), se introdujo una serie de instrumentos de política pública de forma de seducir al inversor a que construya en zonas céntricas pero con baja oferta. Dicha medida de política ha aumentado sensiblemente la construcción de vivienda en zonas que antiguamente no se construía (Ver Gráfica 3).

Las tipologías construidas recientemente refieren a torres de tipo mediana con ascensor y torre suntuaria según la nomenclatura utilizada por el INE; desplazando a las torres económicas (Gráfica 4.1 y 4.2). Refieren a tipologías demandadas en general por los hogares con percentiles más altos de ingreso.

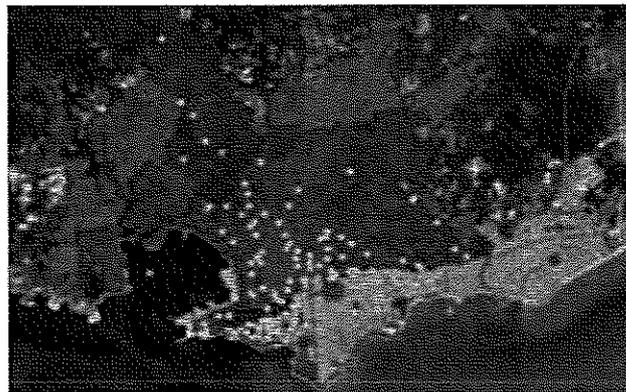
La reducción en el tamaño de las nuevas viviendas en construcción se verifica año tras año. También el número de dormitorios por unidad de vivienda. Mientras que en la década del noventa, el promedio oscilaba valores de 2,5 dormitorios por vivienda, en la actualidad ese promedio se redujo a apenas 1,7. Esta reducción se verifica por el aumento de las unidades monoambiente.

El promedio de metros cuadrados de las unidades de dos dormitorios es de 85 metros cuadrados, de 1 dormitorio es de 54 metros cuadrados y las monoambiente de 36 metros cuadrados¹².

En términos macrosectoriales, los niveles de nueva oferta en los segmentos de torre mediana con ascensor y torre suntuaria evidencian valores similares a los experimentados en la década del noventa. En contraposición, la vivienda económica presenta valores del índice diez veces inferiores respecto a los observados en la década mencionada anteriormente. En los últimos dos años se ha evidenciado un incremento de desarrollos inmobiliarios destinados al público objetivo de nivel medio pero situado en las cercanías de zonas Premium especialmente las zonas que aprovechan los beneficios fiscales otorgados a partir de la Ley 18.795 (Ley de Acceso a la Vivienda de Interés Social).

Es común observar zonas donde no está permitida la altura, construir viviendas en propiedad horizontal aprovechando al máximo el factor de ocupación del suelo (reciclajes de casa antiguas, dúplex y triplex, etc.). Otros desarrolladores, buscando menos competencia y una menor incidencia del terreno en el costo del proyecto, han comenzado a promover proyectos en zonas peri costeras. La zona de mayor atracción para este tipo de proyecto es la denominada Carrasco Este (Paso Carrasco, Parque Carrasco y Parque Miramar, entre otros).

**Gráfica 3. Distribución espacial de los proyectos ingresados a la ANV.
Montevideo. 2013.**



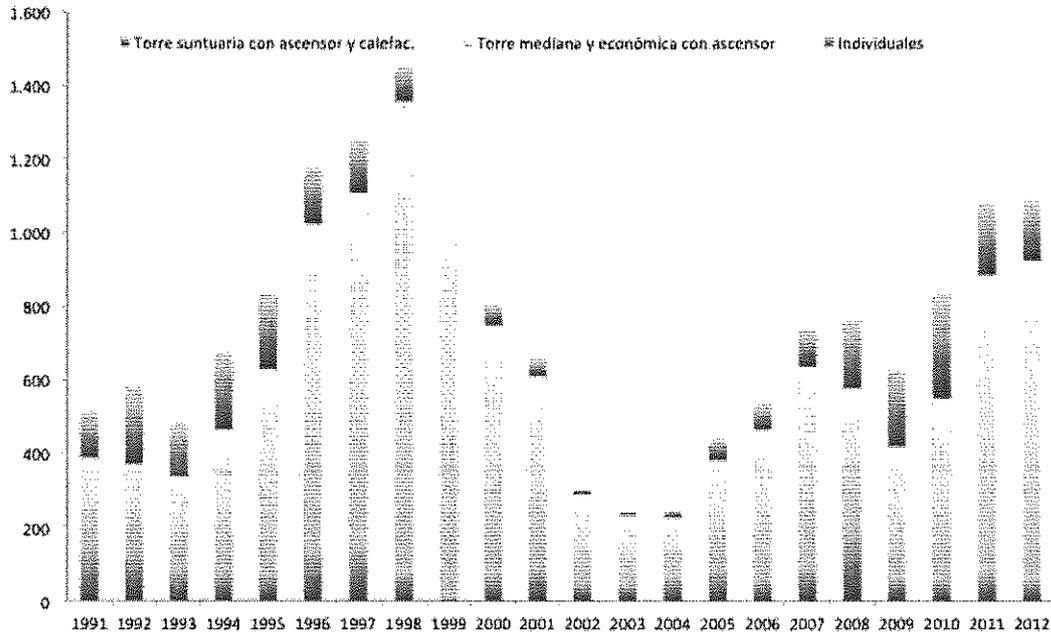
Fuente: ANV

La notoria caída de la construcción de torres económicas ha provocado una lenta recomposición de la oferta de vivienda para los sectores socioeconómicos que históricamente se financiaban con crédito del BHU. Dicho segmento de la demanda ha quedado mayormente desatendido y es de esperar que la nueva oferta se concentre en asistir el exceso de demanda existente en este nicho de mercado que evidencia un desajuste entre la oferta y la demanda. En tal sentido, en los últimos dos años, la ANV ha recibido propuestas por más de 7000 viviendas y alrededor de 3000 se encuentran en obra. Esto condice que la medida de política pública fue acertada y otorgó estímulos en un segmento del mercado que lo

¹²Intendencia Municipal de Montevideo

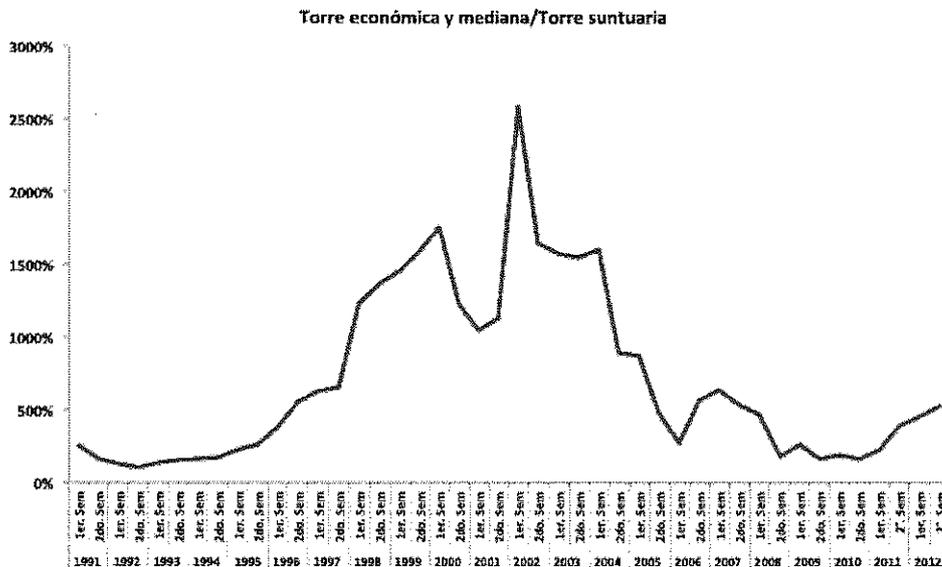
necesitaba. Obviamente, los desarrolladores inmobiliarios invierten en predios lo más cercanos posibles a las zonas de mayor demanda. No arriesgándose a invertir en zonas donde la demanda no está madura.

Gráfica 4.1 Índice de volumen físico de la construcción de viviendas nuevas, según tipología



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INE.

Gráfica 4.2 Relación Torres Medianas y Económicas /Torres Suntuarias (%)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INE.

3.3 La Demanda

Como se mencionó anteriormente, el inmueble es un bien de uso y una reserva de valor al mismo tiempo. La demanda inmobiliaria se puede descomponer en un mercado de uso para vivienda y en un mercado de inversión.

Las variables económicas que más inciden en la demanda por uso son, el ingreso de los hogares y la disponibilidad del crédito hipotecario. Como fue mencionado anteriormente, la fragmentación de los hogares, la obsolescencia de las construcciones y el cambio en el paradigma de la vivienda explican la demanda inmobiliaria. Los cambios en el paradigma de la vivienda responden a mutaciones de largo plazo que están vinculadas a cambios en los gustos, tanto en lo tipo de vivienda (casa, apartamento, condominio, barrio cerrado, etc.), características (cantidad de metros cuadrados construidos, cantidad de dormitorios, comodidades - amenities, etc.) y factores locativos (cercanía al mar, a centros comerciales, servicios de salud, recreación y educación, etc.). Estos obedecen a cambios culturales, cambios en el relacionamiento entre las personas, cambios tecnológicos y cambios en la forma de vivir. En algunas ciudades vinculadas al turismo, como lo son Colonia, Montevideo y Punta del Este evidencian una demanda derivada adicional, que es la demanda de extranjeros, tanto en lo que refiere a la demanda por vivienda de balneario como la demanda por inversión.

Las variables que más inciden en la demanda por inmuebles por motivo inversión son: la tasa de interés real y los flujos de capital. Un factor cualitativo que afecta positivamente la demanda inmobiliaria por inversión es la inestabilidad del mercado financiero. Tras la caída de Lehman Brothers y la crisis del 2008 en Estados Unidos los inversores en Uruguay fueron vendiendo productos financieros para luego posicionarse en activos inmobiliarios. El inversor uruguayo que aún recordaba la crisis financiera regional de 2001-2002 evidenció un "dèjà vu" cuando caían los valores de todos los activos financieros del mundo. Desde entonces, las tasas de interés han permanecido bajas y hasta negativas en términos reales. Esta combinación de factores gestó un escenario que robusteció la demanda por inversión en inmuebles.

El último ciclo de expansión sectorial, 2004 – 2011 estuvo asociado a la demanda extranjera en un principio y la demanda doméstica que contó con capital propio para financiar la adquisición de los inmuebles. Esta demanda estuvo asociada mayoritariamente con un destino de inversión que con un destino de consumo o de vivienda.

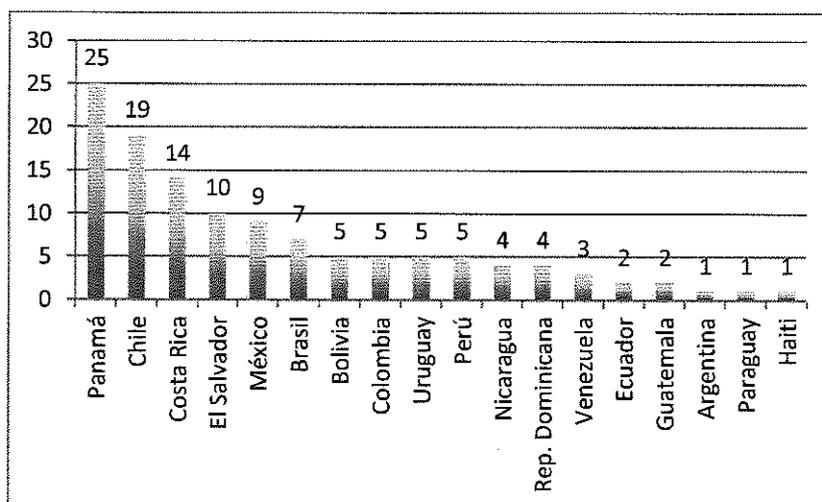
a) Crédito

Mientras que en los países desarrollados el crédito hipotecario ha superado el 80% del PBI, en Latinoamérica dicho indicador se ha mantenido por debajo del 10%, con excepción de Chile y México (Ver Gráfica 5). La gran volatilidad macroeconómica de la región, combinada con episodios de alta inflación o hiperinflación, han repercutido negativamente en el crédito hipotecario ya que el mismo se concentra en operaciones de largo plazo.

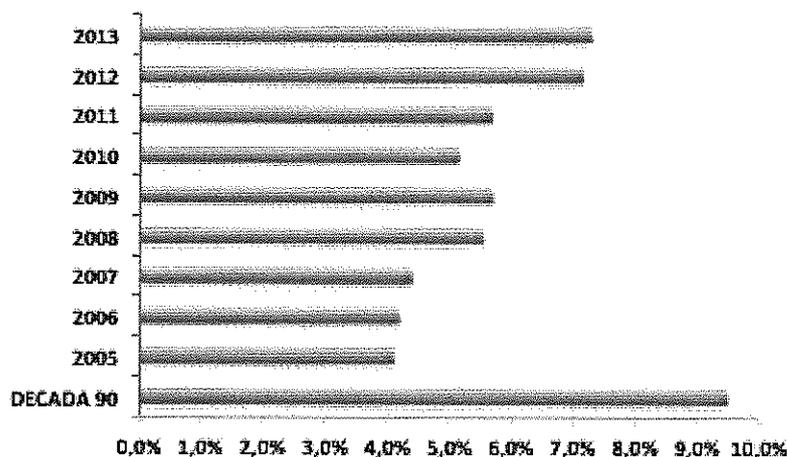
Al día de hoy, los créditos hipotecarios se encuentran en expansión como consecuencia de condiciones macroeconómicas favorables, el crecimiento económico que ha presentado la región, las tasa de interés baja y la implementación de varias políticas habitacionales. La financiación bancaria doméstica, que en otros países es vital en la formación de la demanda inmobiliaria, en Uruguay fue sumamente reducida en este último ciclo de expansión sectorial, evidenciando valores sensiblemente inferiores a los observados en la década del noventa (ver Gráfica 5). No obstante lo anterior, a los proyectos inmobiliarios financiados por capitales extranjeros, no se les conoce la fuente de financiamiento; la que probablemente podría estar financiada desde el sector financiero no bancario global.

Gráfica 5. Crédito inmobiliario con destino a la vivienda en relación al PBI.

a) Región en el año 2012 (valores en porcentaje)



b) Uruguay



Fuente: Elaboración propia en base al MVOTMA y Banco Central del Uruguay

A partir del 2008 ha aumentado el crédito hipotecario bancario, en general nominado en UI (unidades indexadas al índice de precios al consumo) y con tasa de interés en el entorno del 6 al 7 por ciento. Según información del BCU (Banco Central del Uruguay), actualmente el crédito hipotecario a las familias se ubica en el entorno de los 3950 millones de UI (490 millones de dólares) y el crédito al sector construcción se sitúa en los 3400 millones de dólares.

b) Tipología

El área metropolitana de Montevideo viene reduciendo de forma acelerada el tamaño de los hogares. La franja costera avanza muy rápidamente hacia una relación de 2 habitantes por vivienda, con una presencia cada vez mayor de hogares unipersonales. Según el INE, de cada tres nuevos hogares que se forman anualmente, dos son unipersonales.

A continuación se presenta la demanda por vivienda por tipología constructiva (ver Cuadro 4). Los supuestos incurridos para el análisis se basaron en que los hogares demandan la tipología necesaria en función del número de integrantes. Vale la pena mencionar que esta estimación es parcial debido a que este supuesto no se cumple a medida que nos situamos en los extremos de los niveles de ingresos de los hogares. Por ejemplo, se observa que los hogares con menores ingresos existe un mayor número de

habitantes por dormitorio y los hogares de mayores ingresos evidencian un menor coeficiente de número de habitantes por dormitorio. No obstante lo anterior, el cálculo nos brinda una noción de magnitud en los que respecta a los requerimientos locativos del hogar.

Cuadro 4. Demanda por cantidad de dormitorios en función de los integrantes del hogar

Número de Dormitorios	Demanda en Porcentaje
Mono ambiente	12
1 dormitorio	27
2 dormitorios	33
3 dormitorios	23
4 y más dormitorios	5

Fuente: elaborado por el autor en base a información del INE

c) Velocidad de Ventas y Nivel de Absorción por Barrios

La velocidad de ventas refiere al tiempo necesario (medido en meses) para vender el total del stock de unidades de un edificio. El promedio de tiempo que es necesario para comercializar un edificio es aproximadamente de 38 meses¹³. Lógicamente el tiempo varía en función de las expectativas de los agentes. A modo de ejemplo, sería lógico que actualmente el tiempo de venta se enlenteciera producto de la crisis del gobierno argentino que afectan directamente la economía uruguaya.

Los barrios de Pocitos, Buceo, Parque Batlle, Malvín, Punta Carretas, Punta Gorda y Carrasco tienen un nivel de absorción de alrededor 1200 viviendas al año¹⁴. Se ha evidenciado una migración entre estos barrios. A modo de ejemplo, el cuantioso aumento del stock de viviendas que está experimentando el barrio del Buceo con el Proyecto Diamantis Plaza ha absorbido demanda de otros barrios de la capital y mayoritariamente de los barrios anteriormente mencionados.

d) Precios

El precio promedio del metro cuadrado medido en UI se ha mantenido sin variaciones, por lo que no reviste aún signo de marcada apreciación de los valores medios (ver Gráfica 6). Lo que se ha observado es que existen importantes cambios entre los precios relativos entre diferentes barrios de Montevideo. La relación de precios entre Pocitos y el promedio de Montevideo aumentó en un 34%, mientras que la relación de precios entre Pocitos y Malvín disminuyó en un 10%. Estos cambios en los precios relativos obedecen a mutaciones en las preferencias de los agentes.

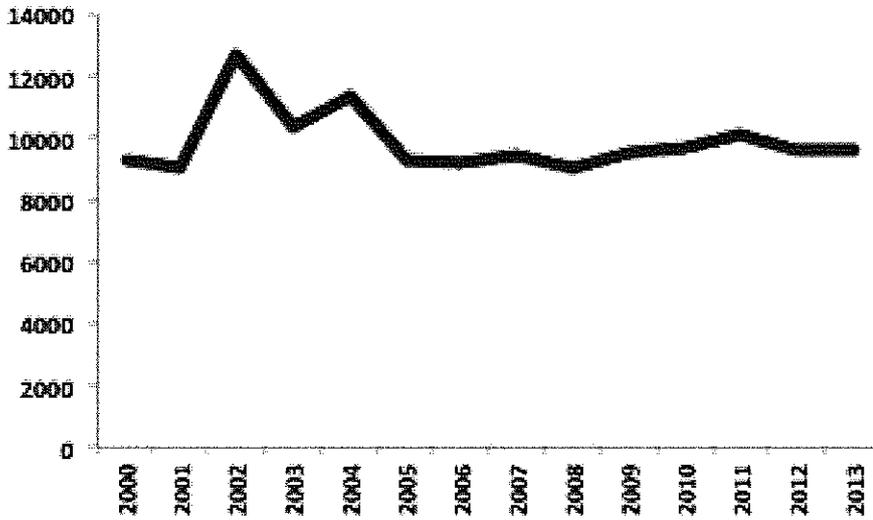
El costo de reposición de vivienda medido en pesos uruguayos se ha incrementado desde 2004 y de forma más acentuada si es expresado en dólares. Los costos que experimentaron una mayor incidencia en el total fueron el precio de la mano de obra y el de la tierra.

Los precios del metro cuadrado expresado en UI refleja más la realidad que expresado en dólares. Los agentes transan y valoran los inmuebles en dólares pero el precio de este se correlaciona de forma más eficiente con la unidad indexada que con el valor del dólar. En el único momento donde el valor oscila de forma importante es cuando la economía reviste shocks macroeconómicos de relevancia (como el de julio de 2002) como se puede apreciar en la gráfica 6. Esto se debe a que, ante escenarios adversos, el precio del inmueble reacciona más lentamente que el IPC. Por este motivo, el precio del metro cuadrado en UI aumenta en 2002 y 2003 para después alcanzar un equilibrio a partir de 2005.

¹³ Este dato se estima en base a entrevistas en profundidad de operadores inmobiliarios de diferentes zonas de la capital, Maldonado y Canelones.

¹⁴ Intendencia Municipal de Montevideo

Gráfica 6. Índice de precio del metro cuadrado en Montevideo medido en UI.

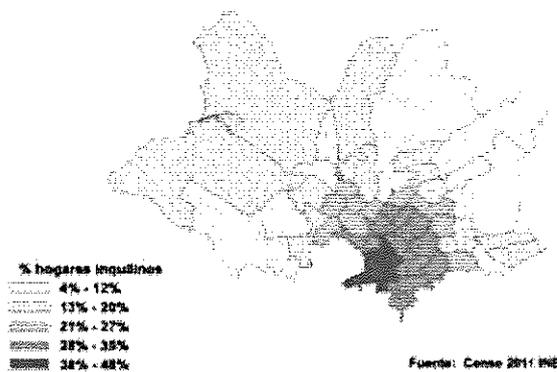


Fuente: elaboración propia en base a datos del INE.

e) Alquileres

A la situación coyuntural y estructural de la demanda por vivienda, corresponde agregarle la presión que podría desencadenarse si la compra de esta se vuelve competitiva frente al alquiler. Es dable esperar de que a medida que se incremente la oferta de vivienda y se incremente el acceso al crédito, la demanda por compra de vivienda comience a quitarle presión al mercado de alquileres. Como describe la Gráfica 7, el mercado de alquileres se concentra sobre la zona central del departamento, donde se ubica la mayor parte de los nuevos emprendimientos inmobiliarios. A su vez, y como describe la Gráfica 8, la proporción de hogares inquilinos es alta en todo el país.

Gráfica 7. Proporción de hogares inquilinos según distribución geográfica. Montevideo



Gráfica 8. Proporción de hogares inquilinos según departamento.

4. La política pública habitacional del gobierno

Desde octubre de 2011 Uruguay cuenta con una Ley que promueve la inversión privada en viviendas de interés social a partir del otorgamiento de exoneraciones tributarias en construcción, refacción, reciclaje o ampliación de viviendas de sectores económicos bajos, medios bajos y medios de la población (Ley 18.795). Desde el gobierno se espera que contribuya a mantener al sector en alza en los próximos años. Bajo esta modalidad, se ha venido observado un cambio en la distribución geográfica de los proyectos de Construcción de Vivienda. Han disminuido la participación de los proyectos en la costa este y han ganado participación los proyectos de vivienda en la zona centro de la capital del país. A mediados del presente año, existían 460 viviendas terminadas y unas 4.764 se encuentran en obra bajo esta modalidad. En el año 2013, el precio promedio de las compraventas de vivienda en Propiedad Horizontal (PH) en Montevideo fue de 1.469 US\$/m².

Los barrios que se han dinamizado más son: Aguada (11), Aires Puros (2), Atahualpa (4), Barrio Sur (12), Belvedere (1), Brazo Oriental (5), Buceo (2), Capurro y Bella Vista (3), Centro (8), Cerrito (1), Ciudad Vieja (7), Colón Centro y Noroeste (1), Cordón (50), La Figurita (2), Jacinto Vera (4), La Blanqueada (8), La Comercial (4), Larrañaga (9), Las Canteras (4), Malvín (3), Maroñas, Parque Guaraní (1), Mercado Modelo y Bolívar (5), Palermo (20), Parque Batlle, Villa Dolores (3), Parque Rodó (2), Paso de las Duranas (1), Peñarol, Lavalleja (1), Pocitos (1), Prado, Nueva Savona (5), Reducto (5), Sayago (2), Tres Cruces (6), Unión (5), Villa Española (3) y Villa Muñoz (1).

En el interior los proyectos se localizan en los departamentos de Maldonado (28), Canelones (16), Colonia (6), Florida (4), Paysandú (4), Soriano (4), Salto (2), Durazno (2), San José (2), y Cerro Largo (1).

Es la primera vez en la historia del país que la vivienda para sectores medios será financiada de forma masiva por inversores privados. La financiación de la producción como de la adquisición de vivienda para esta franja socioeconómica era un cuasi monopolio del sector público (BHU, MEVIR, las Intendencias Municipales y el MVOTMA).

La Ley 18.795 de promoción de la vivienda social fue votada por unanimidad en el Parlamento. Esta medida brinda cierta seguridad del camino optado desde la política pública, donde existe una alta probabilidad de que cualquiera sea la orientación política partidaria del próximo gobierno aseguraría el rumbo de intervenciones “amigables” en el mercado hacia la oferta de desarrollos inmobiliarios y hacia la demanda por vivienda.

Corresponde observar con preocupación la resolución 636/2014 del 16 de junio de 2014 del MVOTMA. Dicha resolución, introduce una señal de alerta desde la política pública hacia el sector privado. La misma establece algunas disposiciones que mejoran la calidad de la vivienda (artículo 6 y 7 de la resolución) y fija el precio de venta del 25% de las unidades aprobadas por la ANV (artículo 3). Este tipo de decisiones podrían conspirar, desde la política pública, con un eficiente funcionamiento del mercado. Comúnmente por motivos políticos se desean fijar precios y cantidades en los mercados de productos. En esta ocasión y a través de una resolución ministerial, todo proyecto que pretenda recibir las exenciones fiscales de la Ley 18795 tendrá mayores exigencias en la calidad constructiva y al mismo tiempo limita el precio de la vivienda en casos donde no existía tal exigencia. Fijar el precios, la calidad y la cantidad de un producto configura técnicamente un error que puede lograr consecuencias diferentes a las que se enuncian. No se puede descartar que con esta medida los desarrolladores inmobiliarios limiten su exposición en mercados sensibles a la política y sigan como antaño desarrollando negocios destinados a los quintiles superiores de ingreso, debido a que evidencian menor probabilidad de intervención desde el sector público. Otra señal de alerta es que esta resolución ministerial nace pocos meses después de la aprobación de un aumento en el laudo salarial de la construcción en los consejos de salarios y que fue sensiblemente superior al incremento en el IPC. Es complejo fijar precios de venta

de los productos, obligar a incrementar la calidad de los mismos y al mismo tiempo, promover el aumento del precio de la mano de obra que representa el 60% de los costos de producción.

Los primeros dos años de vigencia de la Ley fueron positivos y destinaron inversión en diversas zonas geográficas donde pocos operadores hubiesen invertido capital. Este cambio inesperado en la regulación promocional en la que se sostiene el impulso sectorial incrementa significativamente el riesgo político para futuros proyectos y sus soportes financieros.

5. “Fideicomiso Financiero CasasUru”

En base a lo anteriormente expuesto, el producto de vivienda ofrecido por CasasUru se adecúa a las nuevas exigencias del mercado en lo que respecta a las tipologías de vivienda. A su vez, ofrece un interesante medio de financiación que le soluciona la gestión del crédito a los promitentes compradores y que de esta forma amplía el volumen de público objetivo.

6. Referencias Bibliográficas

Annett, Anthony (2005): "House prices and monetary policy in the euro area", Chapter III in Euro area policies: selected issues, IMF Country Report No. 05/266. www.imf.org

Attanasio, Orazio and Guglielmo Weber (1994): "The UK consumption boom of the: aggregate implications of microeconomic evidence" Economic Journal, Vol. 104, November, pp. 1269-1302.

Ayuso, Juan, Jorge Martinez, Luis Maza and Fernando Restoy (2003): "House prices in Spain", Economic Bulletin, Banco de España, October. www.bde.es

Girouard, Nathalie, Mike Kennedy, Paul van den Noord and Christophe "Recent house price developments: the role of fundamentals", Department Working Paper No. 475, January. www.oecd.org.

Kiss, Gergely and Gábor Vadas (2005): "The role of the housing market in monetary transmission", Hungarian National Bank Background Study No. 3. www.mnb.hu.

Patrick Bajari a, C. Lanier Benkard b, John Krainer: "House prices and consumer welfare"

Rose Neng Lai and Robert Van Order "Momentum and House Price Growth In the U.S.: Anatomy Of a "Bubble""

Jakob B. Madsen "Model of House Prices"

Dougherty y Van Order "Inflation, Housing Cost and Consumer Price Index"

Turismo y Real Estate en Uruguay. Instituto Uruguay XXI.

Casacuberta Carlos. Situación de la Vivienda en Uruguay. INE 2006

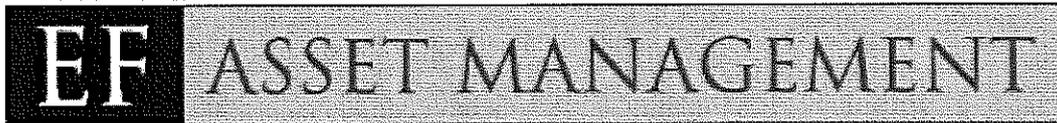
Resolución Ministerial 636/2014 del MVOTMA

Informe Mercado Inmobiliario. Uruguay octubre 2013. ANV

Principales Resultados de la Encuesta de Hogares 2011. INE 2012

ANEXO 7

CODIGO DE ETICA DEL FIDUCIARIO



Administradora de Fondos de Inversión S.A.

CODIGO DE ETICA

Junio, 2013

Aprobado por el Directorio de EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A. el 22 de Junio de 2013.-

1. INTRODUCCIÓN

EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A. (en adelante "EFAM") es una sociedad administradora de fondos de inversión, la cual se encuentra inscrita y regulada por el Banco Central del Uruguay.

Su negocio es actuar en el mercado uruguayo como administradora de fondos de inversión o como fiduciario de fideicomisos.

Como actores del sector financiero, es muy importante asegurarse la honestidad e integridad de todo el personal que preste servicios en EFAM, siendo esta una de nuestras prioridades.

Este Código de Ética reafirma nuestras políticas básicas de actuar de acuerdo con los más altos estándares de conducta ética para directores, ejecutivos y todo el personal que preste funciones para EFAM, ya sea que se trate de personal propio o tercerizado.

Las disposiciones establecidas en el presente Código, no sustituyen ni limitan en modo alguno el conjunto de normas cualquiera sea su fuente, aplicables a nuestra entidad.

El fundamento de nuestro Código de Ética consiste en normas de conducta personal que pretenden superar las exigencias jurídicas: a) honestidad y sinceridad en nuestras actividades, que incluyen cumplir con el espíritu, tanto como con la letra de la ley, evitar conflictos entre los intereses personales y el interés de EFAM, y aún en la aparición de tales conflictos, el mantenimiento de la reputación de EFAM y sus empleados, evitando actividades que puedan tener un impacto negativo en EFAM o en su personal, y b) integridad cuando se manejan activos, fondos y bienes administrados por o de propiedad de EFAM.

Este Código de Ética pretende orientar a cada uno de nosotros cuando debemos enfrentarnos a algunas decisiones de negocios. Obviamente este Código no puede cubrir todas las situaciones; y es probable que se presenten dudas. En tales casos, se deberá recurrir a la opinión de la Gerencia del Área respectiva.

2. ALCANCE

Los principios y valores enunciados en este Código, son aplicables a todo el personal de EFAM, tanto propio como tercerizado, incluyendo al Directorio y la Alta Gerencia, y a EFAM como organización.

3. HONESTIDAD, SINCERIDAD Y CUMPLIMIENTO CON LA LEY

3.1. Beneficios Personales

Ningún miembro del personal puede aceptar beneficios personales tales como compensaciones en dinero o recibir regalos profusos o atenciones profusas de parte de los clientes, bancos o firmas de valores que EFAM utilice en sus operaciones ("Clientes") o por parte de otras empresas que provean de bienes o servicios a EFAM (tales como seguros, estudios contables o jurídicos, mantenimiento, alimentos y otras firmas vendedoras, etc.).

Si un miembro del personal recibe algún regalo de un Cliente o proveedor (que no sean atenciones en especie de escaso valor, como será a fin de año o en otras raras ocasiones),

deberá informarlo en forma inmediata a la Gerencia de su Departamento, y conforme las instrucciones, conservarán el presente o lo devolverán.

A estos efectos, la expresión “miembro del personal” incluye al cónyuge del funcionario, hijos menores, otros dependientes, u organización que actúe como representante o fiduciario de cualquier empleado o miembro de su familia a través de los cuales el funcionario o cualquier miembro de su familia puedan recibir algo de valor. El funcionario en todo caso debe cumplir con las disposiciones vigentes en materia de lavado de dinero y financiamiento del terrorismo.

3.2. Definición de Beneficios Personales

Se entiende por beneficios personales a cualquier clase de regalo, gratuidad, favor, servicio, préstamo, beneficio, legado, honorario o compensación proveniente de cualquier Cliente, de cualquiera que busque realizar negocios con EFAM o de cualquier otra persona u organización, sea Cliente o no.

Sin embargo, si no existe una razonable apariencia de que el funcionario se verá influido en forma indebida (en el desarrollo de sus tareas hacia EFAM), los siguientes no constituyen “Beneficios Personales”:

- Las cortesías normales comerciales que facilitan la discusión de los negocios de EFAM o fomentan buenas relaciones comerciales dentro de la comunidad (almuerzos, espectáculos, etc.) que no involucran otra cosa que amabilidad no frecuente o común.
- Regalos en especie de valor nominal modesto a fin de año o en otras ocasiones no frecuentes, excepto si provienen de un proveedor.
- Presentes en virtud de parentesco, matrimonio, jubilación, licencia, cumpleaños o relacionamiento social totalmente ajenos e independiente de las relaciones comerciales.
- Material publicitario o promocional sin valor sustantivo (lapiceras, agendas, etc.).
- Descuentos o bonificaciones sobre mercadería o servicios que no excedan los que están permitidos para otros clientes.

3.3. Honorarios y Comisiones Personales

Ningún miembro del personal puede aceptar honorarios o comisiones con referencia a cualquier operación realizada a nombre de EFAM. La aceptación de pagos de Clientes, proveedores, Clientes o proveedores potenciales de EFAM, por asesoramiento personal u otros servicios profesionales, requiere ser aprobada en forma previa por el Directorio.

3.4. Pagos Indebidos y Prácticas Corruptas

Ningún miembro del personal podrá dar, ofrecer, prometer, de manera directa o indirecta, cualquier cosa de valor para influenciar corruptamente a cualquier funcionario público, incluyendo, cualquier integrante de un partido político o candidato de un partido político, con el fin de obtener o retener negocios o ventajas indebidas (por ejemplo: judiciales o administrativas).

Asimismo, queda prohibido el ofrecimiento o pago de remuneración a cualquier persona,

ya sea directamente o a través de intermediarios tales como agentes de valores, abogados, contadores, consultores, etc. Además, ningún miembro de EFAM podrá aceptar pagos en relación a cualquier decisión de negocios o transacción.

3.5. Declaraciones Falsas

Los miembros del personal se comprometen a no realizar declaraciones falsas o prácticas similares que puedan configurar una violación a las Leyes Penales así como al presente Código de Ética. Todo miembro del personal que descubra o tenga conocimiento de que se están realizando dichas prácticas, deberá comunicarlo de inmediato al Directorio.

3.6. Trato Justo y Equitativo hacia el Personal

EFAM trata a los miembros del personal por igual, sin distinción de raza, sexo, color, edad, orientación sexual, orientación religiosa, nacionalidad, discapacidad, estado de ciudadanía, estado civil, o cualquier otra categoría que se encuentre protegida por la legislación vigente. Todas las decisiones de empleo que toma EFAM, tales como la contratación o la promoción, se basan exclusivamente en las cualidades, calificaciones técnicas, virtudes y rendimiento del personal. Es un principio fundamental tratar a todos los miembros del personal con el mismo respeto y justicia que esperamos recibir de ellos, esto incluye todas las formas de comunicación, (verbales, simbólicas o escritas).

3.7. Diversidad

EFAM se compromete a proporcionar un entorno de trabajo no discriminatorio, donde a todos los miembros se les valora y se le otorgan las herramientas necesarias para tener éxito. Sólo podemos obtener un alto nivel de integración y desarrollo de nuestro personal mediante el trabajo en equipo, la comprensión y el respeto de las diferencias entre nuestros miembros. EFAM cree que el respeto por la diversidad es un factor clave para alcanzar un ambiente de trabajo donde se desarrolle y se contribuya al objetivo de sus negocios. Cada uno de los miembros es responsable de la aplicación de ésta Política, para así lograr un ambiente de trabajo saludable.

3.8. Acoso

EFAM no tolerará ninguna forma de acoso, ya sea dirigida a un compañero de trabajo, un cliente o un proveedor. No aceptamos ninguna conducta física o verbal que sea inadecuada y que pueda interrumpir o interferir con la habilidad de otros para hacer su trabajo, o que cree un ambiente de trabajo hostil. Lo anterior incluye, el lenguaje inapropiado, las comunicaciones (escritas, electrónicas o telefónicas) o cualquier otra forma de interacción personal. EFAM tiene cero tolerancia con el acoso, y prohíbe expresamente cualquier forma de hostigamiento por parte de los miembros de su personal, ya sean por motivos de raza, sexo, color, religión, embarazo, discapacidad, estado civil o cualquiera otra que estuviera prohibida por las Leyes vigentes. Los miembros del personal se comprometen al mantenimiento de un ambiente de trabajo productivo, libre de acosos y de actividades perturbadoras.

3.9. Drogas, Alcohol y Sustancias Prohibidas

Está prohibido el uso, posesión, transferencia o venta de alcohol, drogas o cualquier otra sustancia prohibida en el trabajo por cualquier miembro del personal excepto con propósitos médicos indicados y aprobados específicamente, debiendo informar en tal caso al Responsable del sector.

3.10. Cumplimiento con Leyes y Regulaciones

Es política de EFAM el cumplir estrictamente con las leyes y regulaciones que son de aplicación a su negocio. Aunque las leyes o regulaciones puedan ser ambiguas en ocasiones o difíciles de interpretar, EFAM enfatiza que todos sus miembros hagan el esfuerzo de buena fe de seguir, no solamente la letra de la ley, sino también su espíritu e intención. Si existen dudas respecto de alguna ley o disposición, los funcionarios deberían recurrir al Director Ejecutivo o al asesoramiento de los asesores legales de EFAM.

3.11. Detección y Denuncia de Transgresiones al Código de Ética

El descubrimiento de cualquier acontecimiento o acción realizada por un empleado de EFAM que sea cuestionable, fraudulento o de naturaleza ilegal, o que transgreda este Código de Ética deberá ser informado directamente al Director Ejecutivo y al Directorio. La omisión de informar tales acontecimientos constituye una transgresión a este Código de Ética.

Todos los informes sobre transgresiones a este Código de Ética serán considerados estrictamente confidenciales. Toda transgresión a este Código de Ética, inclusive la omisión de informar una transgresión al Código hecha por otro empleado, será motivo de estudio y aplicación de las sanciones que correspondan.

3.12. Prevención en Lavado de Activos y Financiamiento del Terrorismo

Tanto el personal como EFAM , deberán asegurar el cumplimiento de las normas encaminadas a prevenir el lavado de activos y el financiamiento del terrorismo. Deberá informarse a las autoridades competentes toda actividad considerada sospechosa, anteponiendo la observancia de los principios éticos al logro de las metas comerciales y económicas.

4. RELACIONES CON LOS PROVEEDORES

La elección y contratación de proveedores siempre deberá estar fundamentada en criterios técnicos, profesionales, éticos y en las necesidades de la empresa, debiendo ser conducidas dentro de las normas legales, con procesos predeterminados.

Se buscará favorecer el vínculo contractual con entidades con altos estándares éticos.

5. CONFLICTOS DE INTERÉS

Ningún empleado puede representar a la empresa en relaciones comerciales en las que pudiera tener algún interés personal, directo o indirecto, a expensas de la empresa.

La toma de decisiones está fundamentada exclusivamente en criterios profesionales, asegurando que la posición jerárquica, la actividad y la influencia no sean utilizadas para obtener beneficios personales.

El personal que realicen actividades laborales externas, de carácter personal, deben asegurar que las mismas no generen conflictos en relación a los intereses de la empresa.

Con el propósito de evitar que se presenten conflictos entre los intereses particulares y los intereses de la empresa y para propiciar una solución en caso de requerirse, todos los funcionarios tienen la responsabilidad de declarar cualquier interés financiero o no financiero que puede entrar en conflicto con su función dentro de la empresa.

Cualquier transacción con empresas que tengan un vínculo personal serán comunicadas al Director Ejecutivo.

6. CONFIDENCIALIDAD Y REPUTACIÓN DE EFAM Y SU PERSONAL

6.1. Confidencialidad y Secreto Bancario

Los miembros del personal no deben divulgar a ningún tercero ninguna información reservada respecto de EFAM, tal como planes estratégicos o de utilidades, como ninguna información sobre clientes o transacciones que estos realicen (información sujeta al secreto bancario).

Esta información debe ser tratada como de naturaleza confidencial y sólo será divulgada dentro de la estructura interna de EFAM sólo a quienes sea necesario informar. Las solicitudes de información provenientes de entidades reguladoras o del gobierno que no sean las requeridas para los análisis sobre EFAM, deberán ser comunicadas al Directorio y los asesores legales para su estudio.

Los funcionarios también deben conservar la relación confidencial entre EFAM y cada uno de sus Clientes. Tal confidencialidad es un principio fundamental del negocio de servicios financieros. Nunca deberá discutirse, fuera del ámbito normal para el curso necesario de la actividad de EFAM, respecto de la información confidencial, tal como son los balances, la información financiera obtenida de un cliente o la condición financiera de un cliente.

6.2. Datos Personales

EFAM se encuentra comprometida con el cumplimiento y respeto de las leyes que protegen los datos de carácter personal. En tal sentido, los miembros del personal se obligan a respetar y cumplir con la legislación vigente en la materia, especialmente con el principio de reserva. En este contexto, los empleados que por su situación o posicionamiento dentro de EFAM tuvieren acceso o intervengan en el tratamiento de datos personales (en cualquiera de sus fases), están obligados a guardar estricto secreto profesional sobre los mismos. Esta obligación subsistirá aun después de finalizada la relación con el que los une con EFAM. Cualquier práctica en contrario podría dar lugar a las sanciones penales establecidas por la legislación vigente en la materia.

6.3. Inversiones y Finanzas Personales

Los miembros del personal pueden invertir libremente en acciones u otros valores de acuerdo con su criterio. Los funcionarios nunca deben hacer cambios en sus inversiones personales sobre la base de información confidencial relativa a EFAM o a sus Clientes. En el caso en que se haga pública finalmente información confidencial respecto de EFAM o de cualesquiera de sus Clientes, el funcionario deberá esperar un mínimo de dos días laborales antes de invertir basado en esa información, para asegurarse que la misma es de público conocimiento.

Se espera que los funcionarios mantengan sus finanzas personales en orden. Los juegos de azar, préstamos excesivos o el no cumplimiento de obligaciones contraídas no son compatibles con la ética del personal de EFAM.

6.4. Relación Institucional con Funcionarios Públicos

Los actos de hospitalidad hacia funcionarios públicos nunca deben ser de tal entidad o

naturaleza que puedan tender a comprometer o dar la impresión de comprometer la integridad o la reputación tanto del Funcionario Público como de EFAM. Cuando corresponda, si la relación personal se extiende, deberá ser en la expectativa de que sea del conocimiento público.

7. MANEJO DE LA DOCUMENTACION DE EFAM

7.1. Contabilidad Adecuada

EFAM ha establecido controles internos contables y políticas de registro a los efectos de cumplir tanto con los requerimientos de la ley como con los del negocio de EFAM. Se espera que los funcionarios mantengan y adhieran a estos controles y políticas.

Los registros contables de EFAM deben estar completos, ajustados y tener un grado de detalle razonable. Tales registros incluyen los libros de registro originales y toda otra información financiera usada para el manejo interno, en la toma de decisiones y en la formulación de informes externos. Las transacciones que subyacen deberán estar adecuadamente autorizadas y registradas cronológicamente para permitir la preparación de los estados financieros de acuerdo con los principios de contabilidad generalmente aceptados y mantener la registración de los activos. No están permitidos fondos o activos que no estén completa y adecuadamente registrados en los libros de EFAM o de los fondos o fideicomisos que EFAM administra. Además, es ilegal falsificar cualquier libro, registro o cuenta que refleje operaciones de EFAM o disposición de los activos de EFAM o los fondos o fideicomisos que administra. Los funcionarios y empleados de EFAM deberán asegurarse que todas las operaciones con terceros estén debidamente documentadas y registradas, para evitar cualquier posible alegación de que EFAM respaldaba a tales personas efectuando un inadecuado registro o detalle de la naturaleza de las operaciones involucradas.

7.2. Fondos y Bienes Pertencientes a EFAM

Los miembros del personal son responsables de utilizar los recursos de EFAM (incluyendo el tiempo, los materiales, los equipos y la información), para los fines de los negocios de EFAM y no para sus fines personales.

Cada miembro de EFAM es personalmente responsable de todos los fondos de EFAM sobre los cuales ejerce algún tipo de control. Los fondos de EFAM deben ser utilizados únicamente para los fines comerciales de EFAM.

EFAM se esfuerza en proporcionar a sus miembros el equipo y las herramientas adecuadas para la realización de sus tareas con eficiencia y eficacia. Los miembros del personal deben cuidar el equipo y las herramientas que utilizan, de forma responsable, y utilizarlos siempre para los fines de los negocios de EFAM.

Los miembros del personal no deben tener ninguna expectativa de privacidad con respecto a la información transmitida o almacenada en cualquier medio (ya sea papel, magnético, electrónico, etc.), arrendado a terceros por EFAM o que sea de propiedad de EFAM. En la medida que la ley lo permita, EFAM se reserva el derecho de acceder a dicha información en cualquier momento, ya sea con o sin la aprobación o consentimiento del personal.

7.3. Retención de Documentos

Cualquier miembro del personal deberá comunicar a su Responsable o al Directorio sobre cualquier tipo de documento que vaya dirigido a EFAM y que eventualmente llegara a sus manos. Queda prohibido destruir, ocultar o dañar cualquier tipo de documentación relacionado o dirigido a EFAM.

8. CUMPLIMIENTO DEL CODIGO DE ETICA

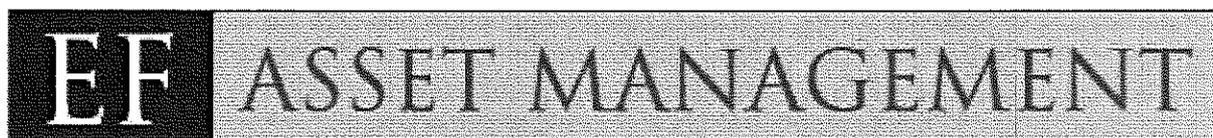
Se espera que el personal actúe en forma leal y honesta en todas las operaciones con terceros y que mantenga los altos estándares éticos de EFAM de acuerdo con este Código de Ética. Si se presenta la situación en la cual un funcionario no está seguro si se produce una trasgresión al presente Código, puede comunicarse con el Directo Ejecutivo o el Directorio para solicitar su orientación. El no cumplimiento de cualquiera de las normas de este Código de Ética es materia de las acciones disciplinarias que correspondan.

9. ADHESIÓN AL CODIGO DE ETICA

EFAM deberá proporcionar una copia del presente Código de Ética a todos los funcionarios, quienes suscribirán su adhesión al mismo mediante comunicación escrita.

ANEXO 8

POLÍTICA DE GOBIERNO CORPORATIVO



Administradora de Fondos de Inversión S.A.

POLÍTICA DE GOBIERNO CORPORATIVO

“La inscripción del fiduciario en el Registro del Mercado de Valores del Banco Central del Uruguay 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” Cualquier tipo de reclamo podrá efectuarse a la siguiente dirección de correo electrónico: efam@ferrere.com. En caso de no recibir respuesta, o que la misma no sea satisfactoria, el reclamo podrá trasladarse a la Superintendencia de Servicios Financieros del Banco Central del Uruguay.

POLÍTICA DE GOBIERNO CORPORATIVO

Contenido

1. OBJETIVO	272
2. PRÁCTICAS DE GOBIERNO CORPORATIVO	272
3. PRINCIPIOS RECTORES DEL GOBIERNO CORPORATIVO	272
4. ESTRUCTURA DE GOBIERNO CORPORATIVO	273
Directorio	273
Director Ejecutivo	273
Sindicatura	273
Oficial de Cumplimiento	273
Comité de Gestión y Cumplimiento	274
5. ORGANIGRAMA	275

1. OBJETIVO

El presente documento tiene como objetivo regular los procedimientos de EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A. (EFAM) en lo que refiere a su organización y prácticas de gobierno corporativo (el “Gobierno Corporativo”).

El Gobierno Corporativo de EFAM engloba el conjunto de estructuras de dirección, gestión y control y sus respectivas normas, principios y prácticas sobre su integración y funcionamiento, así como las normas, principios y prácticas a partir de las cuales se establecen objetivos institucionales, la determinación de los medios para alcanzarlos y la supervisión de su cumplimiento, asegurando en todos los casos una actuación alineada a los intereses de EFAM

2. PRÁCTICAS DE GOBIERNO CORPORATIVO

El Gobierno Corporativo de EFAM se encuentra totalmente alineado con las definiciones, principios y objetivos establecidos en la normativa bancocentralista, así como con las mejores prácticas de referencia.

En el marco de estas definiciones y en línea con la Recopilación de Normas del Mercado de Valores, el Gobierno Corporativo de EFAM tiene como principales objetivos asegurar adecuados procedimientos de supervisión y control de la gestión de su dirección y el trato justo e igualitario de los inversores, así como de los socios y accionistas.

Como principio base, el Gobierno Corporativo procurará que todos los funcionarios propios y tercerizados, se adhieran al cumplimiento de las normas, principios y prácticas definidos. Para ello promoverá la correcta y eficaz difusión del Código de Ética y el Código de Buenas Prácticas de EFAM, con el fin de que todos los funcionarios se desempeñen en consonancia con los ideales promovidos por EFAM.

3. PRINCIPIOS RECTORES DEL GOBIERNO CORPORATIVO

El Gobierno Corporativo se encuentra regido por los siguientes principios:

- **Competencia ética y profesional de los directivos y alta gerencia:** implica un adecuado conocimiento y experiencia del mercado por parte de los integrantes del Directorio y Alta Gerencia, así como una moral y reputación acordes.
- **Estrategia eficiente en el cumplimiento de objetivos:** mecanismos de planificación y control que permitan alinear con los objetivos de la entidad, a los integrantes de EFAM y a los servicios contratados.
- **Estructura equilibrada:** la misma debe estar adecuadamente formalizada y en equilibrio con los intereses, roles y responsabilidades de los diferentes integrantes.
- **Sistema de control interno confiable:** asegurando un ambiente de control acorde teniendo en cuenta la naturaleza, tamaño y complejidad de las operaciones de la institución y su perfil de riesgos. Procedimientos clave adecuadamente formalizados.
- **Adecuado sistema de gestión de riesgos:** que contemple todos los riesgos definidos por la normativa bancocentralista que afecten a EFAM y la operativa de los fideicomisos que administra de acuerdo a las obligaciones asumidas por EFAM como fiduciario.

- **Sistemas contables íntegros y confiables:** contando con una adecuada segregación de funciones.
- **Divulgación oportuna y precisa de información:** esto incluye información financiera, de gestión, de la titularidad y del gobierno de la entidad, así como la relativa a los fideicomisos administrados de acuerdo a la normativa vigente.
- **Políticas claras y transparentes en materia de retribución**
- **Confidencialidad**
- **Control y gestión de potenciales conflictos de interés**
- **Protección de los intereses de los inversores y otros interesados**

4. ESTRUCTURA DE GOBIERNO CORPORATIVO

Directorio

Es integrado por dos directores: uno ejecutivo y otro no ejecutivo.

Sin perjuicio de los cometidos que tiene el Directorio, conforme a la normativa banco centralista y demás manuales y políticas de EFAM, el Directorio será responsable de asegurar el adecuado cumplimiento de las prácticas de Gobierno Corporativo establecidas en este manual.

Director Ejecutivo

El Director Ejecutivo, tendrá atribuciones similares a la de un Gerente General. Entre ellas, además de participar en el Comité de Gestión y Cumplimiento, estará a cargo del relacionamiento con los proveedores de servicios administrativos, contables y legales, así como el control de sus actividades.

Sindicatura

La estructura, roles, responsabilidades y funciones del Síndico se encuentran alineadas con las disposiciones legales vigentes. El Síndico estará encargado del control interno de la sociedad, cometiéndose a la fiscalización privada de la misma.

Oficial de Cumplimiento

A los efectos de gestionar el riesgo de lavado de activos y financiamiento del terrorismo, EFAM cuenta con un sistema integral de prevención basado en riesgos, fijando como base mínima de la gestión, la normativa vigente y aplicable en Uruguay.

El Comité de Gestión y Cumplimiento será el responsable de la definición y revisión periódica del sistema de prevención, asegurándose que se implementen los procedimientos

necesarios para llevar adelante las políticas y estrategias definidas. A partir de estas actividades puede sugerir cambios que deberán ser aprobados por el Directorio.

En este marco, el Oficial de Cumplimiento es responsable de verificar: que se cumplan las políticas y procedimientos de EFAM, participar en la elaboración y modificación de nuevas políticas y procedimientos internos, seguimiento de operaciones, recepcionar y evacuar consultas del regulador y de otros funcionarios, tomar conocimiento de los informes elaborados por los órganos de control interno y externo y efectuar el seguimiento, a los efectos de verificar e impulsar su regularización, brindar y participar en capacitaciones al respecto.

Comité de Gestión y Cumplimiento

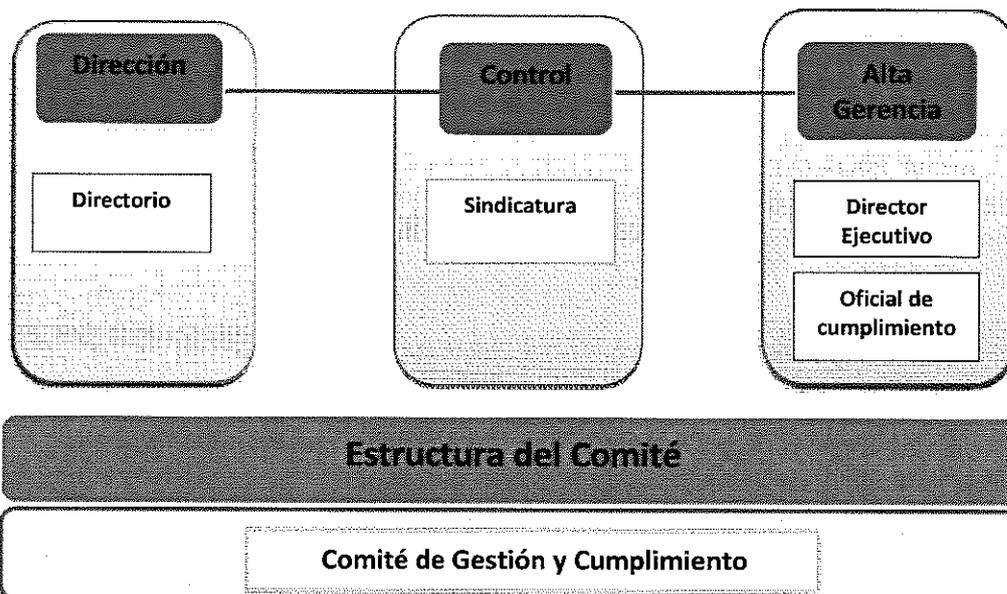
Este órgano estará compuesto por: el Director Ejecutivo, el Oficial de Cumplimiento, el Socio y el Gerente responsable de la firma que brinda los servicios de administración, contabilidad y apoyo al sistema de prevención de lavado y financiamiento de terrorismo.

El Comité de Gestión y Cumplimiento se reunirá trimestralmente o ad hoc, si por algún motivo es necesario y puede ser convocado por cualquiera de sus miembros.

El Comité de Gestión y Cumplimiento evaluará el nivel de cumplimiento en la gestión de los fideicomisos administrados, los informes de auditoría externa y otras propuestas o decisiones que pudieren surgir.

Las reuniones serán documentadas en actas que serán circuladas a los miembros del Comité de Gestión y Cumplimiento y al Directorio.

Asimismo, este Comité contribuirá a la implementación y actualización permanente de las prácticas y políticas internas de EFAM, con el objetivo de lograr una continua mejora en la gestión de los fideicomisos administrados y un estricto cumplimiento de la normativa bancocentralista.



5. ORGANIGRAMA



ANEXO 9

ACTA DE DIRECTORIO DEL FIDUCIARIO



ACTA DE DIRECTORIO

17

EF ASSET MANAGEMENT

ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A.

En Montevideo, el día 11 de diciembre de 2014, a las 18:00 horas, en la sede social, se reúne el directorio de EF ASSET MANAGEMENT ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A. (en adelante "la Sociedad"), con la presencia de los Dres. Diego Rodríguez Castagno (presidente) y Sandra González Vila (vicepresidente) quienes comparecen de forma personal a este acto.

Asimismo, se deja constancia que se encuentra presente el Dr. Gonzalo Secco, síndico suplente de la Sociedad.

Reunido el directorio, por unanimidad resuelve:

RESOLUCION I: Constituir un fideicomiso financiero mediante la suscripción de un contrato con Mulery S.A y Nurvoly S.A, el cual se denominará "Fideicomiso Financiero CasasUru de Desarrollo de Viviendas de Interés Social I", y emitir Certificados de Participación de dicho fideicomiso, una vez registrada dicha emisión en el Registro del Mercado de Valores del Banco Central del Uruguay de acuerdo a los términos y condiciones que se indican a continuación.

Denominación:	Fideicomiso Financiero CasasUru de Desarrollo de Viviendas de Interés Social I
Fiduciario:	EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.
Fideicomitentes:	Mulery S.A. y Nurvoly S.A.
Administrador:	Casasuru S.A.
Entidad Registrante	EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.
Entidad Representante	Bolsa Electrónica de Valores S.A.
Agente de Pago:	EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.
Beneficiarios:	Titulares de los Valores
Valores a emitirse:	Certificados de Participación Serie A de oferta pública por hasta UI 135.000.000 Certificados de Participación Serie B de oferta privada por hasta UI 5.500.000
Forma de los Valores:	Valores escriturales
Objeto del Fideicomiso:	El Fideicomiso desarrollará proyectos de vivienda social en dos inmuebles que serán aportados Fideicomitentes y en dos inmuebles que serán adq directamente por el Fideicomiso.

f

Aporte Inicial
de los Fideicomitentes:

Como aporte inicial los Fideicomitentes aportan dos inmuebles (ubicados en Salto y Las Piedras), boletos de reserva sobre otros dos inmuebles (ubicados en Canelones) y todo el desarrollo ya realizado en los proyectos a llevarse adelante por el Fideicomiso (permisos obtenidos, saneamiento, planos, honorarios profesionales, etc.). Como compensación de este Aporte Inicial, los Fideicomitentes reciben los Certificados de Participación Serie B.

Moneda:

Unidades Indexadas

Importe de la Emisión:

Hasta UI 140.500.000

Valor nominal de cada
Valor:

UI 10.000

Distribuciones:

Los Fondos Netos Distribuibles serán distribuidos entre los Titulares de acuerdo al siguiente mecanismo y orden de prioridad:

- Repago del capital de los Certificados de Participación Serie A
- Repago del capital de los Certificados de Participación de Serie B
- Del remanente, que corresponde a la Utilidad del Fideicomiso:
 - El 88% de la Utilidad del Fideicomiso se distribuirá entre los Titulares de los Certificados de Participación de la Serie A.
 - El 12% de la Utilidad del Fideicomiso se distribuirá entre los Titulares de los Certificados de Participación de la Serie B.
 - Una vez que la TIR (tasa interna de retorno) de los Certificados de Participación Serie A alcance el 20% anual (la cual será calculada mensualmente por el Fiduciario), el Administrador tendrá derecho a cobrar un honorario de éxito equivalente al 10% de la Utilidad del Fideicomiso, y el remanente se alojará de la siguiente manera:
 - o el 65% a los Titulares de los Certificados de Participación Serie A, y
 - o el 35% a los Titulares de los Certificados de Participación Serie B.
 - El Fiduciario procederá a informar a los Titulares cuando se alcance la TIR anual de 20%, procediendo a



ESC. CECILIA NODAR GALLO - 15821/6

retener en un fondo de reserva el equivalente al honorario de éxito pactado a favor del Administrador, retención que será realizada en forma mensual en la medida que el cálculo de la TIR anual confirme el objetivo de 20%.

19

En la fecha de terminación del Fideicomiso (o antes si una Mayoría Especial de Titulares lo aprueba), el Fiduciario procederá a pagar el honorario de éxito al Administrador, calculado a dicha fecha, utilizando los fondos mantenidos en la cuenta de reserva. Los fondos mantenidos en el fondo de reserva podrán ser invertidos en instrumentos en UI o Pesos Uruguayos emitidos por el Estado Uruguayo o el BCU, con un plazo máximo de 2 años.

En caso de exceso de fondos en dicho fondo de reserva, los mismos serán distribuidos de acuerdo a la participación establecida, así como si hubiera faltante de fondos para el pago de la comisión de éxito se utilizarán los fondos operativos remanentes para compensar al Administrador.

El Fiduciario será el encargado de calcular mensualmente la TIR (Tasa Interna de Retorno) y anualizarla todos los meses. El cálculo de la misma tendrá en cuenta los desembolsos iniciales en etapas tal cual está previsto y los flujos que mensualmente recibirán los Titulares de Certificados de Participación Serie A de acuerdo a la distribución pactada.

La TIR es igual a "t" y se calculará como:

$$0 = - \sum_{i=0}^T D_i \times (1+t)^{\left(\frac{-t}{365}\right)} + \sum_{j=0}^T E_j \times (1+t)^{\left(\frac{-t}{365}\right)}$$

"D_i": significa el monto pagado por un Inversor en el día i siguiente a la Fecha de Inversión (cualquier tipo de pago: acciones, bonos, préstamos, etc.).

"E_j": significa el monto neto recibido por un Inversor en el día j, siguiente a la Fecha de Inversión (cualquier tipo de cobro: venta de acciones, repago de préstamos, repago de bonos, comisiones, etc.); neto de impuestos a la renta u otros impuestos similares a ser pagados por el Inversor.

"T": significa el número de días entre la Fecha de Inversión y la fecha de salida de la inversión en una empresa por parte del Inversor.

Los pagos serán realizados en forma trimestral, en la medida que existan Fondos Netos Distribuibles.

Todos los pagos se realizarán en Pesos Uruguayos por el equivalente a las Unidades Indexadas que correspondan en cada caso.

Precio:	100%
Plazo del Fideicomiso:	Variable en función de la comercialización de la última Unidad de los Proyectos. En ningún caso dicho plazo excederá el plazo máximo de 30 años establecido en la Ley de Fideicomisos.
Calificadora de Riesgo:	CARE Calificadora de Riesgo S.R.L.
Calificación de Riesgo:	[](uy)
Asesor Legal:	Ferrere Abogados
Asesor Financiero:	GAP Consultores
Inscripción:	Banco Central del Uruguay
Cotización:	BEVSA
Código ISIN:	
Código CFI:	
Ley Aplicable:	Ley de la República Oriental del Uruguay
Suscripción:	<p>La suscripción de los Certificados de Participación Serie A se realizará en BEVSA, entre las 11 horas y las 12 horas del día ____ de ____ de 2014, fecha en la cual se cerrará el período de suscripción.</p> <p>Al cierre del período de suscripción, se adjudicarán los Certificados de Participación Serie A, a los oferentes que hayan presentado ofertas.</p> <p>En caso de recibirse suscripciones por montos mayores al monto de la emisión, la distribución de los mismos será a prorrata de todas las solicitudes recibidas.</p>
Integraciones y emisiones:	<p>La integración de los Certificados de Participación Serie A se realizará en forma diferida de acuerdo al procedimiento y en las fechas que se establecen a continuación (cada una de ellas, una "Fecha de Integración"):</p> <ul style="list-style-type: none"> (i) La primera integración por el equivalente al 10% del monto de la emisión, se deberá realizar el Día Hábil siguiente a la fecha de cierre del período de suscripción. (ii) La segunda integración por el equivalente al 10% del monto de la emisión, se deberá realizar a los 30 días de la fecha de cierre del período de suscripción. (iii) La tercera integración por el equivalente al 20% del monto



Fa N° 002295



ESC. CECILIA NODAR GALLO - 15821/6

de la emisión, se deberá realizar a los 60 días de la fecha de cierre del período de suscripción.

21

- (iv) La cuarta integración por el equivalente al 20% del monto de la emisión, se deberá realizar a los 180 días de la fecha de cierre del período de suscripción.
- (v) La quinta y última integración por el equivalente al 40% del monto de la emisión, se deberá realizar a los 270 días de la fecha de cierre del período de suscripción.

Todas las integraciones deberán realizarse en la Cuenta Fiduciaria de acuerdo a las instrucciones que envíe el Fiduciario.

En cada Fecha de Integración el Fiduciario procederá a emitir los Certificados de Participación Serie A que correspondan en virtud de las integraciones efectivamente realizadas.

Sin perjuicio de las Fechas de Integración previstas, por decisión de la Mayoría Especial de Titulares se podrá modificar las Fechas de Integración, pudiendo únicamente adelantar dichas Fechas de Integración.

Excepto para el caso de las ofertas realizadas por Administradoras de Fondos de Ahorro Previsional ("AFAP"), Cajas Paraestatales, Empresas Aseguradoras locales o Instituciones de Intermediación Financiera locales, los inversores deberán presentar una garantía al Fiduciario el día hábil siguiente a la fecha de cierre del período de suscripción, hasta las 16:00 horas, la cual podrá consistir en:

- (a) Una garantía bancaria a primera demanda emitida por un banco de plaza, por el monto equivalente a su suscripción más un 20% por eventuales multas e intereses moratorios que pudieran corresponder, con vigencia por un plazo mínimo de un año y cuyo pago se deba realizar dentro de las 48 horas de presentada a su cobro ante el banco emisor;
- (b) Entrega de fondos en efectivo al Fiduciario por el monto equivalente a su suscripción, los que permanecerán prendados en garantía por parte del Fiduciario, sin generar intereses, y serán liberados para el Fideicomiso en cada Fecha de Integración. En este caso el Titular no deberá realizar una nueva integración de fondos en cada Fecha de Integración ya que los fondos correspondientes a cada integración serán liberados automáticamente por el Fiduciario.

La mora en la integración de los Certificados de Participación Serie A en cualquier Fecha de Integración se producirá de forma automática, vencido el plazo establecido para realizar la integración, y generará la aplicación interés moratorio a una tasa del 10,00% efectiva anual hasta la fecha que efectivamente

se integren los fondos correspondientes, más una multa por el incumplimiento equivalente al 10% del monto no integrado. No se emitirán Certificados de Participación Serie A por los montos no integrados.

Si en cualquier Fecha de Integración un Titular no realiza la integración a la cual está obligado, el Fiduciario deberá proceder de la siguiente forma para hacer efectivo el cobro del monto no integrado más los intereses moratorios y multa que correspondan: (i) si existe una garantía bancaria, el Fiduciario procederá a solicitar el pago correspondiente a dicha garantía bancaria por el monto no integrado más la multa y los intereses de mora que correspondan hasta la fecha de pago; (ii) si no existe garantía o si no se logra el cobro de dicha garantía, el Fiduciario iniciará acciones judiciales contra el Titular para el cobro de la misma más la multa, intereses moratorios que correspondan hasta la fecha de cobro y las costas y costos que dichas medidas generen los cuales también serán de cargo del Titular. Recibidos los importes correspondientes a dichas integraciones no efectuadas en la Fecha de Integración, el Fiduciario procederá a emitir los Certificados de Participación Serie A que correspondan.

Las AFAP que hubieran suscripto Certificados de Participación Serie A, no incurrirán en mora en las integraciones en caso que no cumplan en realizar integraciones a las cuales están obligados, como consecuencia que los Certificados de Participación Serie A perdieron su condición de instrumento pasible de ser adquirido por las AFAP por razones no imputables a la propia AFAP.

La obligación de realizar las integraciones futuras por parte de cualquier Titular es intransferible. La transferencia por parte de cualquier Titular de Certificados de Participación Serie A que hubieran sido emitidos a su favor una vez realizadas las integraciones que correspondan, no genera la transferencia de la obligación de realizar futuras integraciones a que dicho Titular se hubiera obligado en función de la suscripción realizada por dicho Titular, y que aún no hayan sido realizadas.

Comisiones y Gastos:

Serán de cargo y costo exclusivo del Fideicomiso todos los gastos, tributos y otros costos que se generen para el cumplimiento de la finalidad del Fideicomiso.

El Fiduciario percibirá por sus tareas en este Fideicomiso, una comisión mensual de administración de UI 43.500 más IVA, pagaderos mensualmente.

El Administrador percibirá por sus tareas una remuneración de UI 280.184 más IVA por mes, hasta que finalicen todas las obras y se comercialicen todas las Unidades de todos los Proyectos. En caso que se hayan finalizado todas las obras y reste un saldo de menos de 10% de Unidades sin vender, el Administrador dejará de percibir su remuneración.



ESC. CECILIA NODAR GALLO - 15821/8

La Entidad Representante percibirá por sus tareas en este Fideicomiso, una comisión anual de UI 48.000 más IVA.

23

El Auditor de Obra percibirá por sus tareas un honorario de UI 98.000 más IVA por obra, el cual será abonado un 40% al inicio, 50% en cuotas trimestrales por obra y un 10% al final de cada obra.

Modificaciones:

La Asamblea de Titulares, por el voto conforme de uno o más Titulares, cuyos Valores representen en conjunto un valor nominal superior al 75% (setenta y cinco por ciento) del total de Valores emitidos y en circulación, podrá resolver:

- (a) Modificar las condiciones de emisión de los Valores.
- (b) La extinción del Fideicomiso en caso de insuficiencia patrimonial del Fideicomiso o en caso que no se obtengan los permisos más relevantes vinculados con el desarrollo de los Proyectos.
- (c) Aprobar cambios al Plan de Negocios sugeridos por el Administrador
- (d) La sustitución de la Entidad Representante.

Asambleas de Titulares:

Las Asambleas de Titulares podrán ser convocadas por el Fiduciario, la Entidad Representante, o por Titulares que representen al menos el 20% del valor nominal de los Valores emitidos y en circulación, quienes realizarán la convocatoria a través de la Entidad Representante. La Entidad Representante deberá convocar a la Asamblea para que se celebre dentro del plazo de 60 días de recibida la solicitud.

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 16.060 (arts. 345, 346 y 347), en lo pertinente, y en todo lo que no se oponga a lo dispuesto en el Contrato de Fideicomiso o en los Documentos de Emisión o en el presente Prospecto.

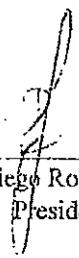
Las resoluciones se adoptarán por Mayoría Absoluta de Titulares, salvo que el Contrato, el Contrato de Entidad Representante, los Documentos de Emisión o la legislación vigente requieran una mayoría superior.

A fin de determinar los quórum para sesionar y las mayorías correspondientes para resolver, no se tendrán en cuenta ni tendrán derecho a voto en las Asambleas de Titulares, aquellos Titulares que tengan vinculación directa o indirecta con el Fiduciario. Tampoco se tendrán en cuenta para determinar el quórum ni para la adopción de resolución, los Certificados de Participación que sean propiedad del Administrador y de sus Personas Vinculadas --en forma directa o indirecta--, en aquellas

Asambleas de Titulares en las que se resuelva determinar la existencia de incumplimientos del Administrador, iniciar acciones legales contra el mismo o su remoción.

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

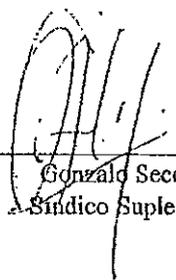
Sin otros asuntos que considerar, se levanta la sesión a las 18:30 horas.



Diego Rodriguez
Presidente



Sandra Gonzalez
Vicepresidente



Gonzalo Secco
Síndico Suplente



PAPEL NOTARIAL DE ACTUACIÓN

Fa N° 002297



ESC. CECILIA NODAR GALLO - 15821/6

TESTIMONIO. Las cuatro fojas de fotocopia que anteceden CONCUERDAN BIEN Y FIELMENTE con el original de su mismo tenor, que tengo de manifiesto: Acta de Directorio de EF ASSET MANAGEMENT ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A. de fecha 11 de diciembre de 2014, la cual luce copiada de fojas 17 al 24 del Libro de Actas de Directorio, y Copiador de Cartas, inscripto ante el Registro de Personas Jurídicas Sección Registro Nacional de Comercio con el número 18.494 el 26 de agosto de 2013. EN FE DE ELLO; a solicitud de parte interesada y para su presentación ante quien corresponda, expido el presente en cinco fojaa de Papel Notarial de Actuación de la Serie Fa números 002293 al 002297, y lo sello, signo y firmo en Montevideo el quince de diciembre de dos mil catorce.-



ARANCEL OFICIAL	
Artículo .6.....	
Honorarios \$ 589.....	
Mont. Notarial \$ 91.....	
do. Gremial \$	



[Handwritten signature]

CECILIA NODAR GALLO
ESCRIBANA PUBLICA

4



ESC. CECILIA NODAR GALLO - 15821/6

30

ACTA DE DIRECTORIO

EF ASSET MANAGEMENT

ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A.

En Montevideo, a los 2 días del mes de junio de 2015, a las 10 horas, en la sede de la sociedad, se reúne el directorio de EF ASSET MANAGEMENT ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A. (la "Sociedad"), con la presencia del Dr. Diego Rodríguez (Presidente) y la Dra. Sandra González (vicepresidente).

Asimismo, se hace constar que se encuentra presente el síndico de la sociedad, Cr. Bruno Gili.

Reunido el presente directorio, resuelve por unanimidad:

RESOLUCIÓN: Rectificar la Resolución N°1 del acta de directorio de la Sociedad de fecha 11 de diciembre de 2014 en la que se resolvió constituir el "Fideicomiso Financiero CasasUru de Desarrollo de Viviendas de Interés Social I" (el "Fideicomiso") y emitir Certificados de Participación de dicho Fideicomiso, una vez registrada dicha emisión en el Registro del Mercado de Valores del Banco Central del Uruguay.

En virtud de esta rectificación, la mencionada emisión se realizará de acuerdo a los términos y condiciones que se indican a continuación:

Denominación:	Fideicomiso Financiero CasasUru de Desarrollo de Viviendas de Interés Social I
Fiduciario:	EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.
Fideicomitentes:	Mulery S.A. y Nurwoly S.A.
Administrador:	Casasuru S.A.
Entidad Registrante:	EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.
Entidad Representante:	Bolsa Electrónica de Valores S.A.
Agente de Pago:	EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.
Beneficiarios:	Titulares de los Valores
Valores a emitirse:	Certificados de Participación Serie A de oferta pública por hasta UI 135.000.000 Certificados de Participación Serie B de oferta privada por hasta UI 5.500.000
Forma de los Valores:	Valores escriturales
Objeto del Fideicomiso:	El Fideicomiso desarrollará proyectos de vivienda de

interés social en dos Inmuebles que serán aportados por los Fideicomitentes y en dos inmuebles que serán adquiridos directamente por el Fideicomiso.

31

**Aporte Inicial
de los Fideicomitentes:**

Como aporte inicial los Fideicomitentes aportarán dos inmuebles (ubicados en Salto y Las Piedras), boletos de reserva sobre otros dos inmuebles (ubicados en Canelones) y todo el desarrollo ya realizado en los proyectos a llevarse adelante por el Fideicomiso (permisos obtenidos, saneamiento, planos, honorarios profesionales, etc.). Como compensación de este Aporte Inicial, los Fideicomitentes reciben los Certificados de Participación Serie B.

Los Inmuebles que serán aportados por los Fideicomitentes son los siguientes:

- i. Padrón número 35.593, antes padrón número 35.443 en mayor área, de la localidad catastral Salto, departamento de Salto, aportado por Mulery S.A.; y
- ii. Una fracción del padrón número 15.897 de la localidad catastral Las Piedras, departamento de Canelones, aportado por Nurwoly S.A. de acuerdo a lo establecido en el boleto de reserva que se adjunta como Anexo II al presente Contrato. Dado que a la fecha no se ha finalizado con el fraccionamiento de dicho padrón, Nurwoly S.A. aportará la totalidad del padrón, obligándose el Fiduciario a transferir nuevamente a Nurwoly S.A. la parte que no se aporta al Fideicomiso, una vez se esté en condiciones de transferir dicha fracción, todo lo cual se detalla en el boleto de reserva firmado entre las partes. Si en un plazo de 270 días corridos desde realizada la transferencia al Fideicomiso, no se pudo realizar el fraccionamiento del inmueble, el Fiduciario procederá a transferir el inmueble nuevamente a Nurwoly S.A. quien se obliga a recibirlo y se cancelarán en forma simultánea los Certificados de Participación Serie B entregados a Nurwoly S.A.

A efectos de documentar su obligación de aportar los Inmuebles, los Fideicomitentes suscribieron con el Fideicomiso un boleto de reserva por el cual se obligan a aportar los Inmuebles dentro de un plazo máximo de 60 días corridos de efectuada la Suscripción de los Valores, entregando en garantía al Fideicomiso la suma de \$ 275.000 por parte de Nurwoly S.A. y \$ 330.000 por parte de Mulery, para cubrir gastos iniciales del Fideicomiso. Hasta que se haga efectiva la transferencia de los Inmuebles, el Fideicomiso solamente podrá disponer fondos para gastos por hasta la suma de \$ 605.000. En caso que no se haga efectiva la transferencia de los



ESC. CECILIA NODAR GALLO - 15821/6

Inmuebles dentro de dicho plazo, se devolverán todos los fondos aportados a los Titulares, mediante transferencia bancaria a las cuentas indicadas por los Titulares dentro de los 5 Días Hábiles siguientes, libres de cualquier tipo de deducción y se cancelarán los Valores emitidos. Con cargo a los fondos entregados en garantía se cancelarán los honorarios de: (i) el Fiduciario correspondiente a dos meses, (ii) la Entidad Representante, (iii) la Calificadora de Riesgo, y (iv) el Registro en BEVSA, siendo todos los demás gastos incurridos de cargo de los Fideicomitentes, no teniendo el Fideicomiso ninguna responsabilidad por su pago. Cualquier saldo que quede en poder del Fideicomiso una vez efectuado dichos pagos, será afectado al pago de honorarios del Fiduciario.

32

Moneda:	Unidades Indexadas
Importe de la Emisión:	Hasta UI 140.500.000
Valor nominal de cada Valor:	UI 10.000
Distribuciones:	<p>Los Fondos Netos Distribuibles serán distribuidos entre los Titulares de acuerdo al siguiente mecanismo y orden de prioridad:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Repago del capital de los Certificados de Participación Serie A • Repago del capital de los Certificados de Participación de Serie B • Del remanente, que corresponde a la Utilidad del Fideicomiso: <ul style="list-style-type: none"> - El 88% de la Utilidad del Fideicomiso se distribuirá entre los Titulares de los Certificados de Participación de la Serie A. - El 12% de la Utilidad del Fideicomiso se distribuirá entre los Titulares de los Certificados de Participación de la Serie B. - Una vez que la TIR (tasa interna de retorno) de los Certificados de Participación Serie A alcance el 20% anual (la cual será calculada mensualmente por el Fiduciario), el Administrador tendrá derecho a cobrar un honorario de éxito equivalente al 10% de la Utilidad del Fideicomiso, y el remanente se alojará de la siguiente manera: <ul style="list-style-type: none"> o el 65% a los Titulares de los Certificados de Participación Serie A, y; o el 35% a los Titulares de los Certificados de Participación Serie B.

- El Fiduciario procederá a informar a los Titulares cuando se alcance la TIR anual de 20%, procediendo a retener en un fondo de reserva el equivalente al honorario de éxito pactado a favor del Administrador, retención que será realizada en forma mensual en la medida que el cálculo de la TIR anual confirme el objetivo de 20%.
- En la fecha de terminación del Fideicomiso (o antes si una Mayoría Especial de Titulares lo aprueba), el Fiduciario procederá a pagar el honorario de éxito al Administrador, calculado a dicha fecha, utilizando los fondos mantenidos en la cuenta de reserva. Los fondos mantenidos en el fondo de reserva podrán ser invertidos en instrumentos en UI o Pesos Uruguayos emitidos por el Estado Uruguayo o el BCU, con un plazo máximo de 2 años.
- En caso de exceso de fondos en dicho fondo de reserva, los mismos serán distribuidos de acuerdo a la participación establecida, así como si hubiera faltante de fondos para el pago de la comisión de éxito se utilizarán los fondos operativos remanentes para compensar al Administrador.
- El Fiduciario será el encargado de calcular mensualmente la TIR (Tasa Interna de Retorno) y anualizarla todos los meses. El cálculo de la misma tendrá en cuenta los desembolsos iniciales en etapas tal cual está previsto y los flujos que mensualmente recibirán los Titulares de Certificados de Participación Serie A de acuerdo a la distribución pactada.
- La TIR es igual a "t" y se calculará como:

$$0 = - \sum_{i=0}^T D_i \times (1+t)^{\left(\frac{-i}{365}\right)} + \sum_{j=0}^T E_j \times (1+t)^{\left(\frac{-j}{365}\right)}$$
- "Di": significa el monto pagado por un Inversor en el día i siguiente a la Fecha de Inversión (cualquier tipo de pago: acciones, bonos, préstamos, etc.).
- "Ej": significa el monto neto recibido por un Inversor en el día j, siguiente a la Fecha de Inversión (cualquier tipo de cobro: venta de acciones, repago de préstamos, repago de bonos, comisiones, etc.); neto de impuestos a la renta u otros impuestos similares a ser pagados por el Inversor.
- "T": significa el número de días entre la Fecha de Inversión y la fecha de salida de la inversión en



ESC. CECILIA NODAR GALLO - 15821/6

una empresa por parte del Inversor.

34

El Administrador deberá presentar su informe trimestral, dentro de los 20 días del cierre de cada trimestre calendario, debiendo el Fiduciario determinar la existencia de Fondos Netos Distribuibles antes del día 30 de dicho mes.

Los pagos serán realizados en forma trimestral, el día 30 del mes siguiente al cierre de cada trimestre calendario, en la medida que existan Fondos Netos Distribuibles, según sea determinado por el Fiduciario, de acuerdo al informe elaborado por el Administrador a tales efectos.

"Fondos Netos Distribuibles" son los fondos efectivamente percibidos por el Fideicomiso originados por la venta de las Unidades de los Proyectos, que surgen de deducir de las disponibilidades al cierre de cada trimestre, las provisiones de gastos e inversiones a realizar en los próximos trimestres que sean determinadas por el Fiduciario, de acuerdo al informe elaborado por el Administrador a tales efectos.

La distribución que por cualquier concepto pudieran corresponder a los Titulares estará subordinada a la cancelación previa de la totalidad de los Pasivos y Gastos del Fideicomiso.

Todos los pagos se realizarán en Pesos Uruguayos por el equivalente a las Unidades Indexadas que correspondan en cada caso de acuerdo a la cotización del día de la UI

Precio:

100%

Plazo del Fideicomiso:

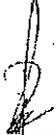
Variable en función de la comercialización de la última Unidad de los Proyectos, por un plazo de hasta 5 años para el desarrollo y comercialización de las Unidades, y hasta 2 años adicionales para su liquidación. En caso que cumplido el plazo total de 7 años no se haya comercializado la última Unidad de los Proyectos y no se hayan cancelado todos los Gastos del Fideicomiso, los Titulares resolverán en Asamblea por Mayoría Especial de Titulares la prórroga del plazo o la liquidación del Fideicomiso. En ningún caso dicho plazo será mayor al plazo de 30 años establecido en la Ley.

Sin perjuicio de lo anterior, el Fideicomiso podrá extinguirse en forma previa, por la imposibilidad absoluta del cumplimiento de los fines para el cual fue constituido, o en caso que los Fideicomitentes no aporten los Inmuebles de acuerdo a lo establecido en la cláusula 3 del Contrato de Fideicomiso, y una vez que se devuelvan los fondos aportados a los Titulares y se cancelen los Gastos establecidos en dicha cláusula.

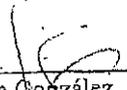
Calificadora de Riesgo: CARE Calificadora de Riesgo S.R.L.
Inscripción: Banco Central del Uruguay
Cotización: BEVSA
Ley Aplicable: Ley de la República Oriental del Uruguay

RESOLUCIÓN 2: En todo lo no rectificado por la Resolución N°1 de la presente reunión, se mantendrán las condiciones originales del Fideicomiso, resueltas por acta de directorio de la Sociedad del 11 de diciembre de 2014.

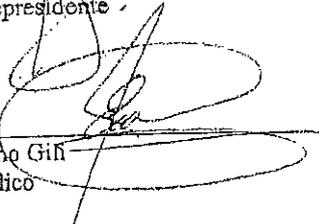
Sin otros asuntos que considerar, se levanta la sesión a las 10:30 horas.



Diego Rodríguez
Presidente



Sandra González
Vicepresidente



Bruno Gil
Síndico



PAPEL NOTARIAL DE ACTUACIÓN

Fc N° 004539



ESC. CECILIA NODAR GALLO - 15821/6

TESTIMONIO. Las tres fojas de fotocopias que anteceden, **CONCUERDAN BIEN Y FIELMENTE** con el original de su mismo

tenor, que tuve de manifiesto: Acta de Directorio de Ef Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A. de fecha 2 de junio de 2015, la cual luce copiada de fojas 30 a fojas 35 del libro de Actas de Directorio y Copiador de Cartas, inscripto ante el Registro Nacional de Comercio el 26 de agosto de 2013 con el número 18.494. **EN FE DE ELLO;** a solicitud de parte interesada y para su presentación ante quien corresponda, expido el presente en cuatro fojas de papel notarial de actuación de la serie Fc números 004536 al 004539, y lo sello, signo y firmo en Montevideo el tres de junio de dos mil quince.-



ARANCEL OFICIAL	
Afiliado	e ^o
Honorarios \$	335
Mont. Not. \$	01
Fdo. Gremial \$	

CECILIA NODAR GALLO
ESCRIBANA PUBLICA

ANEXO 10

ACTAS DE DIRECTORIO DE LOS FIDEICOMITENTES



Fa N° 002298



ESC. CECILIA NODAR GALLO - 15821/6

ACTA DE DIRECTORIO

13

NURWOLY S.A

11 de diciembre de 2014

En Montevideo, en el día de la fecha, a las 8:00 horas, en la sede social, se reúne el directorio de Nurwoly S.A. (en adelante la "Sociedad"), con la presencia del Dr. Manuel Lecuona en representación del presidente y único integrante del Directorio, el Sr. Sebastián Somner, y resuelve:

RESOLUCIÓN 1: Constituir un fideicomiso financiero junto con Mulery S.A. ambos como fideicomitentes y EF ASSET MANAGEMENT S.A como fiduciario, para el desarrollo de viviendas de interés social, aportando el siguiente inmueble: padrón Número 15897 de Las Piedras, Departamento de Canelones.

Sin otros asuntos que considerar se levanta la sesión a las 8:30 horas.


Manuel Lecuona

1

TESTIMONIO. La foja de fotocopia que antecede CONCUERDA BIEN Y FIELMENTE con el original de su mismo tenor, que tengo de manifiesto: Acta de Directorio de NURWOLY S.A. de fecha 11 de diciembre de 2014, la cual luce copiada a foja 13 del Libro de Actas de Directorio, Asambleas y Copiador de Cartas, inscripto ante el Registro de Personas Jurídicas Sección Registro Nacional de Comercio con el número 23.474 el 11 de noviembre de 2011. EN FE DE ELLO; a solicitud de parte interesada y para su presentación ante quien corresponda, expido el presente en una foja de Papel Notarial de Actuación de la Serie Fa número 002298, y lo sello, signo y firmo en Montevideo el quince de diciembre de dos mil catorce.-



CECILIA NODAR GALLO
ESCRIBANA PUBLICA

ARANCEL OFICIAL	
Artículo 8.....	
Honorarios \$ 365.....	
Mont. Notarial \$ 57.....	
Fdo. Gremial \$	





19

ACTA DE DIRECTORIO

NURWOLY S.A

18 de junio 2015

En Montevideo, en el día de la fecha, a las 8:00 horas, en la sede social, se reúne el directorio de Nurwoly S.A. (en adelante la "Sociedad"), con la presencia del Dr. Manuel Lecuona en representación del presidente y único integrante del Directorio, el Sr. Sebastián Sommer, y resuelve:

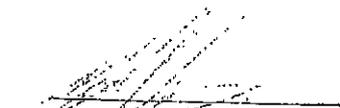
RESOLUCIÓN 1: Ratificar las modificaciones de fecha 6 de mayo de 2015 realizadas al contrato de fideicomiso financiero "FIDEICOMISO FINANCIERO CASASURU DE DESARROLLO DE VIVIENDAS DE INTERES SOCIAL I" de fecha 11 de diciembre de 2014, en las cláusulas detalladas a continuación:

- CLAUSULA 1 - DEFINICIONES
- CLAUSULA 3 - CONSTITUCION DEL FIDEICOMISO
- CLAUSULA 6 - FINALIDAD DEL FIDEICOMISO
- CLAUSULA 7 - ADMINISTRACIÓN DE LOS BIENES FIDEICOMITIDOS
- CLAUSULA 8 - EMISION DE VALORES
- CLAUSULA 11 - SUSCRIPCION E INTEGRACION
- CLAUSULA 14 - PLAZO DEL FIDEICOMISO
- CLAUSULA 15 - OBLIGACIONES DEL FIDUCIARIO
- CLAUSULA 18 - RESPONSABILIDAD DEL FIDUCIARIO
- CLAUSULA 19 - CESE DEL FIDUCIARIO
- CLAUSULA 21 - SUSTITUCION DEL FIDUCIARIO
- CLAUSULA 23 - AUDITOR DE OBRA
- CLAUSULA 24 - INFORMACION Y RENDICION DE CUENTAS A LOS TITULARES
- CLAUSULA 34 - REGISTRO DEL FIDEICOMISO
- ANEXO - PLAN DE NEGOCIOS DEL FIDEICOMISO

RESOLUCIÓN 2: Ratificar las modificaciones de fecha 2 de junio de 2015 realizadas al contrato de fideicomiso financiero "FIDEICOMISO FINANCIERO CASASURU DE DESARROLLO DE VIVIENDAS DE INTERES SOCIAL I" de fecha 11 de diciembre de 2014 y modificación de fecha 6 de mayo 2015. En definitiva se ratifican las modificaciones realizadas a las cláusulas:

- CLAUSULA 3 - CONSTITUCIÓN DEL FIDEICOMISO
- CLAUSULA 6 - FINALIDAD DEL FIDEICOMISO
- CLAUSULA 12 - DEDUCCIONES DEL MONTO RECIBIDO POR LA EMISIÓN
- CLAUSULA 14 - PLAZO DEL FIDEICOMISO
- CLAUSULA 15 - OBLIGACIONES DEL FIDUCIARIO
- ANEXO I - PLAN DE NEGOCIOS DEL FIDEICOMISO

Sin otros asuntos que considerar se levanta la sesión a las 8:30 horas.


 Manuel Lecuona

TESTIMONIO. La foja de fotocopia que antecede CONCUERDA BIEN Y FIELMENTE con el original de su mismo tenor, que tengo de manifiesto: Acta de Directorio de Nurwoly S.A. de fecha 18 de junio de 2015, la cual luce copiada a foja 19 del Libro de Actas de Directorio, Asambleas y Copiador de cartas inscripto ante el Registro Nacional de Comercio con el número 23474 el 11 de noviembre de 2011. EN FE DE ELLO; a solicitud de parte interesada y para su presentación ante quien corresponda, expido el presente en una foja de Papel Notarial de Actuación de la Serie Fc número 122555, y lo sello, signo y firmo en Montevideo el veinticuatro de junio de dos mil quince.-

Alexandra Fovcre

ALEXANDRA FOVCRE
ESCRIBANA PÚBLICA



ARANCEL OFICIAL	
Artículo	B
Honorarios \$	205
Mont. Notarial \$	60
Fdo. Gremial \$	



Fa N° 050239



ESC. ANA CLARA FUERTES MARTINOTTI - 172487

ACTA DE DIRECTORIO

17

MULERY S.A.

11 de diciembre de 2014

En Montevideo, en el día de la fecha, a las 8:00 horas, en la sede social, se reúne el directorio de MULERY S.A. (en adelante la "Sociedad"), con la presencia del presidente y único integrante del Directorio, el Sr. Marcelo Cabrera, y resuelve:

RESOLUCIÓN 1: Constituir un fideicomiso financiero junto con Nurwoly S.A., ambos como fideicomitentes y EF ASSET MANAGEMENT S.A como fiduciario, para el desarrollo de viviendas de interés social, aportando el siguiente inmueble: padrón Número 35443 del Departamento de Salto.

Sin otros asuntos que considerar se levanta la sesión a las 8:30 horas.

Marcelo Cabrera
Presidente

4

TESTIMONIO. La foja de fotocopia que antecede CONCUERDA BIEN Y FIELMENTE con el original de su mismo tenor, que tengo de manifiesto: Acta de Directorio de MULERY S.A. de fecha 11 de diciembre de 2014, la cual luce copiada a foja 17 del Libro de Actas de Asambleas, inscripto ante el Registro de Personas Jurídicas Sección Registro Nacional de Comercio con el número 26235 el 27 de diciembre de 2011. EN FE DE ELLO; a solicitud de parte interesada y para su presentación ante quien corresponda, expido el presente en una foja de Papel Notarial de Actuación de la Serie Fa número 050239, y lo sello, signo y firmo en Montevideo el dieciséis de diciembre de dos mil catorce.-



ANA CLARA FUERTES MARTINOTTI
ESCRIBANA PÚBLICA

ARANCEL OFICIAL	
Artículo .8.....	
Honorarios \$.365.....	
Mont. Notarial \$ 57.....	
Fdo. Gremial \$	





ESC. ALEXANDRA KARINA ROVERE RUIZ - 13759/2

26

ACTA DE DIRECTORIO

MULERY S.A.

24 de junio de 2015

En Montevideo, en el día de la fecha, a las 8:00 horas, en la sede social, se reúne el directorio de Mulery S.A. (en adelante la "Sociedad"), con la presencia del Sr. Marcelo Cabrera, presidente y único integrante del Directorio y resuelve:

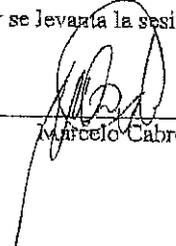
RESOLUCIÓN 1: Ratificar las modificaciones de fecha 6 de mayo de 2015 realizadas al contrato de fideicomiso financiero "FIDEICOMISO FINANCIERO CASASURU DE DESARROLLO DE VIVIENDAS DE INTERES SOCIAL I" de fecha 11 de diciembre de 2014, en las cláusulas detalladas:

- * CLAUSULA 1 -- DEFINICIONES
- * CLAUSULA 3 -- CONSTITUCION DEL FIDEICOMISO
- * CLAUSULA 6 -- FINALIDAD DEL FIDEICOMISO
- * CLAUSULA 7 -- ADMINISTRACIÓN DE LOS BIENES FIDEICOMITIDOS
- * CLAUSULA 8 -- EMISION DE VALORES
- * CLAUSULA 11 -- SUSCRIPCION E INTEGRACION
- * CLAUSULA 14 -- PLAZO DEL FIDEICOMISO
- * CLAUSULA 15 -- OBLIGACIONES DEL FIDUCIARIO
- * CLAUSULA 18 -- RESPONSABILIDAD DEL FIDUCIARIO
- * CLAUSULA 19 -- CESE DEL FIDUCIARIO
- * CLAUSULA 21 -- SUSTITUCION DEL FIDUCIARIO
- * CLAUSULA 23 - AUDITOR DE OBRA
- * CLAUSULA 24 -- INFORMACION Y RENDICION DE CUENTAS A LOS TITULARES
- * CLAUSULA 34 -- REGISTRO DEL FIDEICOMISO
- * ANEXO -- PLAN DE NEGOCIOS DEL FIDEICOMISO

RESOLUCIÓN 2: Ratificar las modificaciones de fecha 2 de junio de 2015 realizadas al contrato de fideicomiso financiero "FIDEICOMISO FINANCIERO CASASURU DE DESARROLLO DE VIVIENDAS DE INTERES SOCIAL I" de fecha 11 de diciembre de 2014 y modificación de fecha 6 de mayo 2015. En definitiva se ratifican las modificaciones realizadas a las cláusulas:

- * CLAUSULA 3 -- CONSTITUCIÓN DEL FIDEICOMISO
- * CLAUSULA 6 -- FINALIDAD DEL FIDEICOMISO
- * CLAUSULA 12 -- DEDUCCIONES DEL MONTO RECIBIDO POR LA EMISIÓN
- * CLAUSULA 14 -- PLAZO DEL FIDEICOMISO
- * CLAUSULA 15 -- OBLIGACIONES DEL FIDUCIARIO
- * ANEXO 1 -- PLAN DE NEGOCIOS DEL FIDEICOMISO

Sin otros asuntos que considerar se levanta la sesión a las 8:30 horas.


Marcelo Cabrera

TESTIMONIO. La foja de fotocopia que antecede **CONCUERDA BIEN Y FIELMENTE** con el original de su mismo tenor, que tengo de manifiesto: Acta de Directorio de Mulery S.A. de fecha 24 de junio de 2015, la cual luce copiada a foja 24 del Libro de Actas de Directorio, Asambleas y Copiador de cartas inscripto ante el Registro Nacional de Comercio con el número 26235 el 27 de diciembre de 2011. **EN FE DE ELLO**; a solicitud de parte interesada y para su presentación ante quien corresponda, expido el presente en una foja de Papel Notarial de Actuación de la Serie Fc número 122554, y lo sello, signo y firmo en Montevideo el veinticuatro de junio de dos mil quince.-



ALEXANDRA ROVERE RINZ
ESCRIBANA PUBLICA



ARANCEL OFICIAL	
Artículo	8
Honorarios \$	385
Mont. Notarial \$	60
Fdo. Gremial \$	

ANEXO 11

ÚLTIMOS ESTADOS CONTABLES DEL FIDUCIARIO

EF ASSET MANAGEMENT
Administradora de Fondos de Inversión
S.A

INFORME DE COMPILACIÓN

AL 31 DE MARZO DE 2015

4

INFORME DE COMPILACIÓN

A los Señores Directores de
EF ASSET MANAGEMENT ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A.

Hemos efectuado una compilación del estado de situación financiera de EF ASSET MANAGEMENT ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A. al 31 de marzo de 2015 y de los correspondientes estados de resultado integral, de cambios en el patrimonio neto y de flujo de efectivo por el período de tres meses finalizado en dicha fecha, conjuntamente con sus notas explicativas y Anexo. Dichos estados contables constituyen afirmaciones de la Dirección de la Sociedad, quien es responsable por la información contenida en los mismos y por su presentación de acuerdo con normas contables adecuadas en Uruguay.

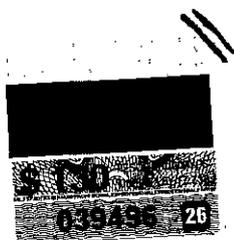
La referida compilación fue realizada de acuerdo con la Norma Internacional de Servicios Relacionados Nro. 4410 según lo establecido por el Pronunciamiento Nro. 18 del Colegio de Contadores, Economistas y Administradores del Uruguay, y se limitó a presentar bajo la forma de estados contables las afirmaciones de la Dirección, sobre la situación patrimonial y financiera y los resultados de la Sociedad.

El trabajo de compilación realizado no consistió en un examen de acuerdo con Normas Internacionales de Auditoría o una revisión limitada de los referidos estados contables, por lo cual no expresamos una opinión u otro tipo de conclusión sobre los mismos.

Dejamos constancia que nuestra vinculación con EF ASSET MANAGEMENT ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A. deriva de nuestra actuación como asesores contables externos.

Montevideo, 30 de abril de 2015

CPA FERRERE



A handwritten signature in black ink, appearing to be 'Nelson Mendiburu', written over a faint grid or background.

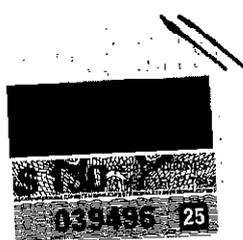
NELSON MENDIBURU
Socio
Contador Público
C.J.P.P.U. 42.226

**EF ASSET MANAGEMENT
ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A.**

**ESTADO DE RESULTADO INTEGRAL
POR EL PERÍODO DE 3 MESES FINALIZADO EL 31 DE MARZO DE 2015
(expresado en pesos uruguayos)**

	<u>31/03/2015</u>	<u>31/03/2014</u>
INGRESOS OPERATIVOS		
Ingresos por servicios prestados	4,737,914	2,862,419
	<u>4,737,914</u>	<u>2,862,419</u>
GASTOS DE ADM. Y VENTAS		
Honorarios Profesionales	(3,420,909)	(1,717,509)
Tasa de control regulatorio del sistema financiero	(17,184)	(14,051)
Varios	(14,009)	(12,382)
Timbres profesionales	(17,627)	(13,944)
	<u>(3,469,729)</u>	<u>(1,757,885)</u>
RESULTADO OPERATIVO	<u>1,268,185</u>	<u>1,104,533</u>
RESULTADOS DIVERSOS		
Otros Ingresos	-	39,490
	<u>-</u>	<u>39,490</u>
RESULTADOS FINANCIEROS		
Resultado por tenencia	(29,590)	94,925
Intereses ganados	92,330	83,288
Comisiones Bancarias	(10,814)	(6,842)
Diferencia de Cambio	585,405	600,646
Intereses perdidos	(30,610)	(39,416)
	<u>606,721</u>	<u>732,601</u>
RESULTADO DEL PERIODO	<u>1,874,907</u>	<u>1,837,133</u>

Las notas 1 a 11 y los anexos que se acompañan forman parte de los presentes estados contables.



f

**EF ASSET MANAGEMENT
ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A.**

**ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA
AL 31 DE MARZO 2015
(expresado en pesos uruguayos)**

ACTIVO	Notas	31/03/2015	31/12/2014
ACTIVO CORRIENTE			
DISPONIBILIDADES			
Banco M/E		1,661,296	295,029
Banco M/N		1,483,674	178,412
Banco Central del Uruguay \$		18,254	14,937
Banco Central del Uruguay USD		-	180,382
		<u>3,163,223</u>	<u>668,770</u>
OTROS ACTIVOS FINANCIEROS			
Depósito en Garantía en BCU		2,417,238	1,132,357
Intereses a cobrar		74,010	180,348
		<u>2,491,248</u>	<u>1,292,705</u>
CREDITOS POR VENTAS			
Deudores por ventas		1,586,107	5,184,380
		<u>1,586,107</u>	<u>5,184,380</u>
OTROS CREDITOS			
Certificado de créditos		778	778
Gastos a Facturar		48,809	38,589
Crédito fiscal		712,251	56,698
		<u>761,838</u>	<u>96,065</u>
TOTAL ACTIVO CORRIENTE		<u>8,002,417</u>	<u>7,241,928</u>
ACTIVO NO CORRIENTE			
OTROS ACTIVOS FINANCIEROS NO CORRIENTES			
Depósito en garantía en BCU	5	45,281,125	45,193,470
		<u>45,281,125</u>	<u>45,193,470</u>
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE		<u>45,281,125</u>	<u>45,193,470</u>
TOTAL ACTIVO		<u>53,283,542</u>	<u>52,435,398</u>
CUENTAS DE ORDEN	9	5,451,515,342	4,521,800,432

Las notas 1 a 11 y los anexos que se acompañan forman parte de los presentes estados contables.

**EF ASSET MANAGEMENT
ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A.**

**ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA
AL 31 DE MARZO 2015**

(expresado en pesos uruguayos ajustados)

PASIVO	Notas	31/03/2015	31/12/2014
PASIVO CORRIENTE			
DEUDAS COMERCIALES			
Honorarios Profesionales		940,798	2,808,075
Anticipo de cliente		2,330	2,330
		<u>943,128</u>	<u>2,810,405</u>
DEUDAS DIVERSAS			
Provision Deudas Fiscales		-	109,799
Provisión Honorarios Profesionales		242,927	112,296
		<u>242,927</u>	<u>222,095</u>
DEUDAS FINANCIERAS			
Préstamos en UI		1,162,279	1,132,357
Intereses a pagar		50,032	66,733
		<u>1,212,311</u>	<u>1,199,090</u>
TOTAL PASIVO CORRIENTE		<u>2,398,365</u>	<u>4,231,590</u>
PASIVO NO CORRIENTE			
DEUDAS FINANCIERAS			
Préstamos en UI	6	31,326,728	30,520,257
		<u>31,326,728</u>	<u>30,520,257</u>
TOTAL PASIVO NO CORRIENTE		<u>31,326,728</u>	<u>30,520,257</u>
TOTAL PASIVO		<u>33,725,093</u>	<u>34,751,847</u>
PATRIMONIO			
CAPITAL			
Capital integrado		7,893,301	7,893,301
Reexpresión monetaria		2,343,263	2,343,263
		<u>10,236,564</u>	<u>10,236,564</u>
RESERVAS			
Reserva legal		193,002	193,002
		<u>193,002</u>	<u>193,002</u>
RESULTADOS			
Resultados acumulados		7,253,977	3,667,019
Resultado del período		1,874,907	3,586,958
		<u>9,128,884</u>	<u>7,253,977</u>
TOTAL PATRIMONIO		<u>19,558,450</u>	<u>17,683,543</u>
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO		<u>53,283,543</u>	<u>52,435,390</u>
CUENTAS DE ORDEN	9	5,451,515,342	4,521,800,432

Las notas 1 a 11 y los anexos que se acompañan forman parte de los presentes estados contables.

**EF ASSET MANAGEMENT
ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A.**

**ESTADO DE EVOLUCION DEL PATRIMONIO
POR EL PERÍODO DE 3 MESES FINALIZADO EL 31 DE MARZO DE 2015**
(expresado en pesos uruguayos)

	31/03/2015				31/03/2014
	Capital Integrado	Ajustes al Patrimonio	Reserva Legal	Resultados Acumulados	Total Patrimonio Neto
Saldos al inicio del período	10,236,564		193,002	7,253,977	14,096,585
Reserva Legal	-		-	-	-
Resultado del período				1,874,907	1,837,133
Saldos al final del período	<u>10,236,564</u>	<u>-</u>	<u>193,002</u>	<u>9,128,884</u>	<u>15,933,718</u>

Las notas 1 a 11 y los anexos que se acompañan forman parte de los presentes estados contables.

**EF ASSET MANAGEMENT
ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A.**

**ESTADO DE FLUJO DE EFECTIVO
POR EL PERÍODO DE 3 MESES FINALIZADO EL 31 DE MARZO DE 2015
(expresado en pesos uruguayos)**

	<u>31/03/2015</u>	<u>31/03/2014</u>
1. FLUJO DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE OPERACIÓN		
Resultado del período	1,874,907	1,837,133
Ajustes por:		
Resultados ganados devengados no percibidos	(1,467,822)	(1,718,629)
Resultados perdidos devengados no pagados	867,600	303,728
Cambios en activos operativos		
Deudores por Ventas	3,598,271	1,145,265
Otros Creditos	(665,773)	(1,764,813)
Cambios en pasivos operativos		
Deudas comerciales	(1,867,277)	(18,503)
Deudas diversas	20,832	591,237
Flujo neto aplicado a operaciones	<u><u>2,360,637</u></u>	<u><u>375,418</u></u>
2. FLUJO DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE INVERSIÓN		
Cobro Inteses bonos del tesoro	181,724	157,710
Flujo neto proveniente de actividades de inversión	<u><u>181,724</u></u>	<u><u>157,710</u></u>
3. FLUJO DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO		
Pago intereses prestamo UI	(47,909)	-
Flujo neto proveniente (aplicado) por actividades de financiamiento	<u><u>(47,909)</u></u>	<u><u>-</u></u>
4. AUMENTO (DISMINUCIÓN) DE EFECTIVO Y EQUIVALENTE	<u><u>2,494,453</u></u>	<u><u>533,128</u></u>
5. EFECTIVO Y EQUIVALENTE DE EFECTIVO AL INICIO	668,770	1,542,487
6. EFECTIVO Y EQUIVALENTE DE EFECTIVO AL FINAL	<u><u>3,163,223</u></u>	<u><u>2,075,615</u></u>

Las notas 1 a 11 y los anexos que se acompañan forman parte de los presentes estados contables.

d

**EF ASSET MANAGEMENT
ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A.**

NOTAS A LOS ESTADOS CONTABLES AL 31 DE MARZO DE 2015
(expresadas en pesos uruguayos)

NOTA 1 - INFORMACIÓN BÁSICA SOBRE LA EMPRESA

EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A. es una sociedad anónima cerrada, que tiene por objeto la administración de fondos de inversión y fideicomisos de cualquier naturaleza.

El 20 de agosto de 2003, el Banco Central del Uruguay (BCU) autorizó a la sociedad a funcionar en el marco de la Ley de Fondos de Inversión N° 16.774 del 27 de septiembre de 1996 y su modificación posterior en la Ley N° 17.202 de fecha 24 de septiembre de 1999.

El 9 de julio de 2004, el BCU autorizó a la Sociedad a actuar como Fiduciario Financiero en el marco de la Ley 17.703 de fecha 27 de octubre de 2003. Asimismo, en dicha fecha, la Sociedad fue inscrita en el Registro de Mercado de Valores del BCU como Fiduciario Financiero.

El 23 de mayo de 2005, el BCU autorizó a la Sociedad a actuar como Fiduciario Profesional en el marco de la Ley 17.703 de fecha 27 de octubre de 2003. Asimismo, en dicha fecha, la Sociedad fue inscrita en el Registro de Fiduciarios Profesionales, Sección Fiduciarios Generales.

NOTA 2 – ESTADOS FINANCIEROS

Los presentes estados financieros han sido autorizados para su emisión por parte de EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A. el 30 de abril de 2015.

NOTA 3 – BASES DE PREPARACIÓN DE LOS ESTADOS CONTABLES

3.1 - Normas contables aplicadas

A la fecha de emisión de los presentes estados contables, las normas contables adecuadas en Uruguay aplicables a la Sociedad se encuentran establecidas en los Decretos 103/91, 266/07 37/10 y 291/14

El decreto 266/07 ha sido publicado con fecha 31 de julio de 2007, que hace obligatoria, como normas contables adecuadas en Uruguay, la aplicación de las Normas Internacionales de Información Financiera adoptadas y traducidas a idioma español a esa fecha y las normas de presentación contenidas en el Decreto 103/91.

El decreto 37/10 clarifica en qué casos las normas internacionales de información financiera (NIIF) priman en materia de exposición sobre el Decreto 103/91 y en qué casos este último prima sobre las NIIF.

Con posterioridad a la fecha del Decreto 266/07 han sido modificadas, enmendadas y/o adoptadas por el IASB distintas normas e interpretaciones que aún no han sido adoptadas por la entidad por no serlo requerido por la legislación vigente, cuyo eventual impacto sobre la Sociedad no ha sido evaluado a la fecha.

El Decreto 291/14 establece que los estados contables correspondientes a períodos que comiencen a partir del 1 de enero de 2015 deben ser obligatoriamente formulados cumpliendo la Norma Internacional de Información Financiera para Pequeñas y Medianas entidades (NIIF para PYMES) emitido por el Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad (IASB – International Accounting Standards Board) a la fecha de emisión del decreto y publicados en la página web de la Auditoría

Al 31 de marzo de 2015 la Sociedad se encuentra aplicando las disposiciones del decreto 266/07.

3.2 - Concepto de capital utilizado

El concepto de capital utilizado para la determinación de los resultados es el capital financiero.

El resultado se ha determinado sobre la variación que ha tenido durante el período, el capital considerado como inversión en dinero.

3.3 - Definición de fondos

Para la preparación del estado de flujos de efectivo del período el concepto de fondos utilizado es el efectivo y equivalente de efectivo.

3.4 - Criterios de valuación y exposición

Los principales criterios de valuación y exposición utilizados para la preparación de los estados contables fueron los siguientes:

- a) **Activos y pasivos en moneda extranjera:** Los activos y pasivos en moneda extranjera se han convertido a pesos uruguayos utilizando el tipo de cambio billete comprador interbancario vigente a la fecha de la transacción. La cotización vigente al 31 de marzo de 2015 (\$ 25,709 por US\$ 1) y 31 de diciembre de 2014 (\$ 24,369 por US\$ 1). Los activos y pasivos en Unidades Indexadas (UI) se han convertido a pesos uruguayos utilizando el valor de la Unidad Indexada del cierre del período. Al 31 de marzo de 2015 la cotización de 1 UI es de \$ 3,0415 y al 31 de diciembre de 2014 la cotización de 1 UI es \$ 2,9632. Las diferencias de cotización han sido imputadas al resultado del período.
- b) **Activos y pasivos en moneda nacional:** Los activos y pasivos monetarios que corresponden a operaciones liquidables en pesos (caja y bancos, créditos, otros créditos y los pasivos en general) están expresados a su valor nominal.
- c) **Cuentas de resultados:** Se ha aplicado el criterio de lo devengado para el reconocimiento de los ingresos e imputación de los egresos o costos incurridos
- d) **Créditos:** Se presentan al valor nominal.
- e) **Activos financieros:** Los Bonos del tesoro se presentan como parte de la garantía en BCU. Los mismos son valuados a su cotización sin cupón al cierre. Se exponen como activos financieros los intereses devengados a cobrar correspondientes.
- f) **Depósitos afectados en garantía:** Se presentan al importe efectivamente depositado, netos de rescates y a cotización de cierre.
- g) **Otros pasivos financieros:** Se presentan al costo amortizado.

4

Total	-	-	4,717	114,949
Posición neta	354,109	9,103,789	337,074	8,214,139

Unidades indexadas

	31.03.2015		31.12.2014	
	UI	Equivalente en \$	UI	Equivalente en \$
ACTIVO				
Corriente				
Depósito en garantía (Otros créditos)	382,140	1,162,279	382,140	1,132,357
No Corriente				
Depósito en garantía (Otros créditos)	13,179,159	40,084,411	13,179,158	39,052,484
Total	13,561,298	41,246,690	13,561,298	40,184,841
PASIVO				
Corriente				
Intereses a pagar	16,451	50,035	22,521	66,733
Préstamos en UI	-	-	382,140	1,132,357
No Corriente				
Préstamos en UI	10,681,903	32,489,007	10,303,286	30,520,257
Total	10,698,353	32,539,042	10,707,947	31,719,347
Posición neta	2,862,945	8,707,649	2,853,351	8,465,494

NOTA 5 – BIENES DE DISPONIBILIDAD RESTRINGIDA

5.1 - Saldos

Los depósitos en garantía corresponden a la prenda constituida a favor del BCU en cumplimiento de la normativa vigente (Circular 1982 del 31 de diciembre de 2007). La garantía deberá mantenerse en todo momento, y consistirá en prenda, expresada en Unidades Indexadas, sobre depósito en efectivo, constituido en el BCU. Dicho depósito no devengará intereses.

El saldo al 31 de marzo de 2015 asciende a UI 13.561.298,50 equivalentes a \$ 41.246.689,39 y US\$ 250.950 equivalente en \$ 6.451.674 depositados en un Bono del Tesoro Uruguayo valor nominal US\$ 210.000, sumando la totalidad de \$ 47.698.363,39 (UI 13.561.298,50 y US\$ 252.000 equivalentes a \$ 46.325.827 al 31 de diciembre de 2013).

7

El monto puede ser liberado en función de las cancelaciones parciales futuras de los fideicomisos financieros administrados. Con fecha 28 de Junio de 2013 se rescindió el contrato de fideicomiso financiero NZFSU I. Mediante resolución del 30 de abril de 2014 el BCU resolvió cancelar la inscripción de los títulos de deuda del fideicomiso.

5.2 - Movimientos

Con fecha 8 de enero de 2013 se desafectó la garantía correspondiente al Fideicomiso Financiero FTU II por la suma de UI 168.000 (equivalente en \$ 424.402)

El 26 de agosto de 2013 se constituyó la garantía correspondiente al Fideicomiso Financiero Pronto! 3. Dicha garantía ascendió a UI 412.612 (equivalente en \$ 1.091.194).

Con fecha 20 de setiembre de 2013 se constituyó garantía por UI 166.000 (equivalente en \$ 442.390) de forma de no quedar por debajo del mínimo exigido por normativa debido al aumento en la cotización del dólar.

Con fecha 11 de abril de 2014, se solicitó al BCU la desafectación de UI 210.000 (equivalente en \$ 598.962) correspondientes a la garantía del Fideicomiso Financiero FTU II, la misma fue liberada el 10 de junio de 2014.

El día 10 de Noviembre de 2014 se constituyó el depósito en garantía por el Fideicomiso Financiero Grinor Ciudad de la Costa por un monto total de UI 1.200.000 (equivalente en \$ 3.534.000) en cumplimiento del Artículo 104 Circular N° 2216 del BCU.

Asimismo el 3 de Diciembre de 2014 se constituyeron las garantías del Fideicomiso Financiero Pronto IV y Fideicomiso Financiero Bosques del Uruguay 2 por UI 505.999 (equivalente en \$ 1.496.899) y UI 2.841.416 (equivalente en \$ 8.405.760) respectivamente.

5.3 Valuación de valores afectados en garantía:

a) Bonos del Tesoro:

La valuación de los mismos al 31 de marzo de 2015 es la siguiente:

	Valor nominal USD	Precio sin cupón	Tasa anual	Vencimiento	Valor en USD	Equivalente en \$
Bonos del tesoro	210,000	119.5	7.05%	21/07/2019	250,950	6,451,674

Al 31 de diciembre 2014 corresponden a (incluidos dentro del activo no corriente):

	Valor nominal USD	Precio sin cupón	Tasa anual	Vencimiento	Valor en USD	Equivalente en \$
Bonos del tesoro	210,000	120	7,05%	21/07/2019	252,000	6,140,988

NOTA 6 – OTROS PASIVOS FINANCIEROS

Las deudas financieras al 31 de marzo de 2015 y al 31 de diciembre de 2014 corresponden a:

	31.03.2015		31.12.2014	
	UI	Equivalente en \$	UI	Equivalente en \$
CORTO PLAZO				
Fondos de terceros (2)	382,140	1,162,279	382,140	1,132,357
	382,140	1,162,279	382,140	1,132,357
LARGO PLAZO				
Discount Bank L.A. (1)	2,676,957	8,141,964	2,676,957	7,932,358
Fondos de terceros (2)	7,622,806	23,184,764	7,622,806	22,587,899
	10,299,763	31,326,728	10,299,763	30,520,257
Total	10,681,903	32,489,007	10,681,903	31,652,614

- (1) Corresponde a dos préstamos por UI 2.000.000 y UI 1.050.000 pactados con intereses a una tasa efectiva anual del 2% (dos por ciento) pagaderos en forma semestral, calculados sobre el monto del capital pendiente de pago a la fecha. Los mismos serán cancelados parcialmente a medida que los depósitos afectados en garantía (Nota 5) son liberados por el BCU.
- (2) Financiamiento recibido a efectos de constituir los depósitos en garantía requeridos por la normativa vigente. Corresponden a préstamos sin intereses y sin vencimiento, los mismos son cancelados a medida que los depósitos afectados en garantía (Nota 5) son liberados por el BCU.

El manejo de la liquidez se realiza a partir de la correlación entre los depósitos afectados en garantía (Nota 5) y los pasivos financieros correspondientes.

NOTA 7 - PATRIMONIO

Al 31 de marzo de 2015 y al 31 de diciembre de 2014 el capital integrado asciende a \$ 7.893.301 históricos representado por 788 acciones nominativas de valor nominal \$ 10.000 cada una, y dos certificados provisorios nominativos por \$ 6.650.50 cada uno. El capital autorizado asciende a \$ 10.000.000.

NOTA 8 - PARTES VINCULADAS

A continuación se detallan los saldos y transacciones mantenidos con las partes vinculadas:

Saldos con CPA/Ferrere	31.03.2015		31.12.2014	
	USD	Equivalente en \$	USD	Equivalente en \$
Deudas comerciales ME	-	-	4,717	114,949
Deudas comerciales \$		940,797		2,163,254
Total	-	940,797	4,717	2,278,203

Saldos con Ferrere	31.03.2015		31.12.2014	
	UI	Equivalente en \$	UI	Equivalente en \$
Deudas financieras	1,637,968	4,981,880	1,637,968	4,853,627
Total	1,637,968	4,981,880	1,637,968	4,853,627

Transacciones con CPA / Ferrere	31.03.2015		31.03.2014	
	USD	Equivalente en \$	USD	Equivalente en \$
Honorarios profesionales	137,273	3,420,909	77,049	1,715,699
Total	137,273	3,420,909	77,049	1,715,699

NOTA 9 – FIDEICOMISOS ADMINISTRADOS

Los capitales administrados de los fideicomisos financieros al 31 de marzo de 2015 ascienden a:

	<u>US\$</u>	<u>UI</u>	<u>\$</u>
Fideicomiso Financiero CFP	6,750,000	-	173,535,750
Fideicomiso Financiero Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo II	3,626,815	235,386,626	809,170,219
Fideicomiso Financiero Velum Overseas I	1,622,276	-	41,707,104
Fideicomiso Financiero Bosques del Uruguay	50,000,000	-	1,285,450,000
Fideicomiso Financiero Prontol 2	-	18,939,970	57,605,919
Fideicomiso Financiero de Inversiones y Rentas Inmobiliarias	63,912,329	-	1,643,122,060
Fideicomiso Financiero Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Suburbano de Pasajeros	-	126,998,341	386,265,454
Fideicomiso Financiero Prontol 3	-	-	134,708,792
Fideicomiso Financiero Prontol 4	-	-	299,379,795
Fideicomiso Financiero Grinor Ciudad de la Costa	-	48,503,912	147,524,648
Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay 2	18,400,000	-	473,045,600
Total cuentas de orden	144,311,421	429,828,849	5,451,515,342

A continuación exponemos un breve resumen de los fideicomisos administrados al 31 de marzo de 2015:

9.1 - Fideicomiso de Administración - Marstar Invest S.A

Con fecha 22 de diciembre de 2005 se firmó el contrato de Fideicomiso de Administración con Marstar Invest S.A. en su calidad de Fiduciario del Fideicomiso culminándose la inscripción ante el Registro Nacional de Actos Personales el 5 de enero de 2006.

El objetivo del fideicomiso es que el Fiduciario se haga cargo de la administración del Crédito que existe entre las partes involucradas hasta su total cancelación.

Con fecha 30 de octubre de 2012 se procedió a modificar el cronograma de acuerdo a las cláusulas establecidas en el contrato.

9.2 - Fideicomiso de Administración

Con fecha 16 de Agosto de 2006 se firmó el contrato de Fideicomiso de Administración de una persona física del exterior culminando la inscripción ante el Registro Nacional de Actos Personales el 4 de Octubre de 2006. EF Asset Management actúa como fiduciario del mismo.

El presente Fideicomiso tiene por finalidad encomendar al Fiduciario administrar el paquete accionario de una sociedad.

f

9.3 – Fideicomiso Financiero CFP

El 20 de julio de 2007 se celebró un contrato de Fideicomiso con CERRO FREE PORT S.A.

En el mismo se constituye un Fideicomiso denominado "Fideicomiso Financiero CFP" en virtud del cual Cerro Free Port S.A. ("Fideicomitente") transfiere al patrimonio del Fideicomiso el Crédito derivado de un Acuerdo Transaccional celebrado con el Estado.

Como consecuencia del Acuerdo el Estado se obligó a pagar al Fideicomitente la suma de U\$S 28.500.000 de la siguiente forma: U\$S 6.000.000 que fueron abonados el día 27 de junio de 2007 y el saldo en 10 cuotas anuales, iguales y consecutivas de U\$S 2.250.000 cada una, venciendo la primera a los 365 días de realizado el primer pago con más el 7% de interés anual sobre saldos.

La finalidad del Fideicomiso es dotar de liquidez al Fideicomitente a través de la securitización del Crédito de largo plazo contra el Estado correspondientes a las 10 cuotas anuales de U\$S 2.250.000. Tal objetivo se logra mediante la emisión de los Títulos de Deuda mediante oferta pública por parte del Fiduciario garantizado con el bien fideicomitado por el Fideicomitente.

El 1º de noviembre de 2007 se realizó la emisión de títulos de deuda por un valor nominal de U\$S 22.500.000.

El monto remanente de los títulos de deuda al 31 de marzo de 2015 asciende a U\$S 6.750.000 equivalente en \$ 173.535.750 (U\$S 9.000.000 al 31 de diciembre de 2013).

9.4 - Fideicomiso Financiero Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo II

Mediante contrato celebrado el 06 de julio de 2010 modificado el 20 de septiembre del mismo año, se constituyó el FIDEICOMISO FINANCIERO FONDO DE FINANCIAMIENTO DEL TRANSPORTE COLECTIVO URBANO DE MONTEVIDEO 2.

A través del citado contrato la Intendencia Municipal de Montevideo, en su calidad de administradora del Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo, cede y transfiere a EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A. (EFAM), en su calidad de Fiduciario del Fideicomiso, la totalidad de los flujos de fondos a percibir por el Fondo a partir de la fecha del citado contrato por concepto de Créditos. Dichos Créditos corresponden a la contribución del 5 % de la recaudación bruta total de las empresas de Transporte (RAINCOOP; CUTCSA; COETC; UCOT Y COME) proveniente de la venta de boletos por los servicios de transporte colectivo urbano de pasajeros. El activo del fideicomiso estará constituido por los derechos cedidos sobre estos Créditos.

En garantía del cumplimiento de las obligaciones derivadas del Contrato de Fideicomiso, se afectan los subsidios que las Empresas de Transporte tienen derecho a recibir de la Intendencia Municipal de Montevideo.

Con fecha 14 de Octubre de 2010, EFAM emitió por cuenta del Fideicomiso, títulos escriturales representativos de deuda por un valor nominal de UI 400.000.000 (Unidades indexadas cuatrocientos millones) para ser colocados en el mercado.

Dichos títulos devengarán un interés sobre saldos del 5.50% lineal anual, en unidades indexadas pagaderos mensualmente.

Para el cálculo de los intereses se considerará un año de 360 días y los días efectivamente transcurridos entre cada periodo de amortización y pago.

El fideicomiso se extinguirá cuando haya cancelado totalmente las obligaciones asumidas por la emisión de títulos de deuda realizada con un plazo máximo de 10 años.

El monto remanente de los títulos de deuda al 31 de marzo de 2015 asciende a U\$S 3.626.815 y UI 235.386.626 equivalentes a \$ 809.170.219 (U\$S 3.841.721 y UI 245.752.000 al 31 de diciembre de 2014).

9.5 - Fideicomiso Financiero Velum Overseas I

Mediante contrato celebrado el 29 de diciembre de 2010 se constituyó el Fideicomiso Financiero Velum Overseas I.

A través del citado contrato se aportan U\$S 1.450.000 a efectos de que con los mismos se proceda a adquirir carteras de créditos para que sean administrados por Velum Credit Management.

Como contrapartida del aporte realizado, el Fideicomiso emitirá Certificados de Participación de oferta privada, no pudiéndose en ningún caso ofrecer los mismos en forma pública.

El fiduciario administrará el patrimonio del Fideicomiso conforme a las disposiciones del contrato.

El monto remanente de los títulos de deuda al 31 de marzo de 2015 asciende a U\$S 1.622.276 equivalente a \$ 41.707.104,48 (U\$S 1.622.276.42 al 31 de diciembre de 2014).

9.6 - Fideicomiso de Administración PJD 1

Con fecha 22 de noviembre de 2009 se firmó el contrato de Fideicomiso de Administración PJD1.

El mencionado fideicomiso tiene por finalidad encomendar al Fiduciario la administración de los bienes fideicomitados que existe entre las partes involucradas hasta su total cancelación.

9.7 - Fideicomiso de Administración PJD 2

Con fecha 16 de noviembre de 2009 se firmó el contrato de Fideicomiso de Administración PJD2, culminando la inscripción ante el Registro Nacional de Actos Personales el 7 de enero de 2010. EF Asset Management actúa como fiduciario del mismo.

El mencionado fideicomiso tiene por finalidad encomendar al Fiduciario la administración de los bienes fideicomitados que existe entre las partes involucradas hasta su total cancelación.

9.8 – Fideicomiso Financiero Bosques del Uruguay

Con fecha 06 de mayo de 2011 se celebra el contrato, en la ciudad de Montevideo, entre EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A. en calidad de "Fiduciario". Agroempresa Forestal S.A. en calidad de "Administrador" y los Suscriptores Iniciales de los Valores en calidad de "Fideicomitentes", constituyendo el Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay. El mismo fue protocolizado el 9 de mayo del corriente año.

El Fideicomiso se integrará con los importes a ser pagados por los Fideicomitentes en su carácter de suscriptores iniciales de los Valores, en las condiciones que se establecen en el Contrato y para ser destinados al cumplimiento de los fines del mismo.

Con los fondos provenientes de la colocación de los Valores (Certificados de Participación), el Fiduciario invertirá en la compra de Inmuebles rurales situados dentro de la República Oriental del Uruguay, para el posterior desarrollo de la actividad silvícola integrando el patrimonio del Fideicomiso.

El Plan de Negocios establece el marco dentro del cual se desarrollará la estrategia del

Fideicomiso para cumplir con su fin, y específicamente indica los requisitos generales que han de reunir los Inmuebles a efectos de que el Fideicomiso pueda realizar dichas inversiones.

El Fiduciario designa al Administrador por medio del Contrato de Administración para cumplir la tarea de administrar los Bienes Fideicomitados y llevar adelante la implementación del Plan de Negocios con respecto al presente Fideicomiso y el Contrato de Administración. Sin perjuicio de esto, el Fiduciario mantendrá la responsabilidad por la gestión del Administrador por las tareas subcontratadas a éste.

El Fideicomiso no podrá invertir sus recursos en valores no permitidos para los Fondos de Ahorro Previsional.

El patrimonio del Fideicomiso estará constituido por los Activos y por todos los derechos económicos presentes y futuros que generen los mismos. Quedará afectado única y exclusivamente a los fines que se destina y sólo podrán ejercitarse respecto a él, los derechos y acciones que se refieran a dichos bienes.

Con fecha 05 de agosto de 2011, EFAM emitió por cuenta del Fideicomiso. Certificados de Participación escriturales, por valor nominal de U\$S 50.000.000 (dólares americanos cincuenta millones).

Los Certificados de Participación darán a los Titulares derechos de participación sobre el resultado del Fideicomiso de acuerdo a los términos y condiciones establecidas.

El Fideicomiso se mantendrá vigente por un plazo máximo de 30 años, o hasta el momento que se liquiden todos los Activos del Fideicomiso y se cancelen todas las obligaciones.

El monto remanente de los títulos de deuda al 31 de marzo de 2015 asciende a U\$S 50.000.000 equivalentes a \$ 1.285.450.000 (U\$S 50.000.000 al 31 de diciembre de 2014).

9.9 – Fideicomiso Financiero Pronto! 2

Con fecha 22 de julio de 2011 se celebró un contrato de Fideicomiso con KEDAL S.A.

En el mismo se constituye un Fideicomiso denominado "Fideicomiso Financiero Pronto! 2", en virtud del cual KEDAL S.A. ("Fideicomitente") transfiere al patrimonio del Fideicomiso Créditos para la emisión de Valores.

La finalidad del Fideicomiso es dotar de liquidez al Fideicomitente a través de la securitización de los Créditos cedidos al Fideicomiso. Tal objetivo se logra mediante la emisión de los Valores por oferta pública por parte del Fiduciario garantizado con los Bienes Fideicomitados.

El fideicomiso se integrará de créditos libres de obligaciones y gravámenes, identificados en el contrato de fideicomiso.

El monto remanente de los títulos de deuda al 31 de marzo de 2014 asciende a UI 18.939.969,95 equivalente en \$ 57.605.918,60 (UI 54.529.429,87 al 31 de diciembre de 2014).

9.10 – Fideicomiso Financiero de Inversiones y Rentas Inmobiliarias

Con fecha 6 de junio de 2011 se celebró un contrato de Fideicomiso se constituyó el fideicomiso FINANCIERO DE INVERSIONES Y RENTAS INMOBILIARIAS.

El 5 de agosto de 2011 el Banco Central del Uruguay (BCU) autorizó la inscripción del Fideicomiso en el Registro del Mercado de Valores (Comunicación N° 2011/132).

Con fecha 16 de mayo de 2012 se realizó la emisión de los títulos mixtos que integran el fideicomiso.

Con los fondos que el Fiduciario obtuvo por la colocación de los Valores, el Fideicomiso invertirá en derechos reales y/o personales que otorguen al Fideicomiso la disposición efectiva y explotación de Inmuebles o instalaciones situados en todo el territorio de la República Oriental del Uruguay.

Los Inmuebles serán seleccionados por el Administrador de acuerdo con las pautas establecidas en el Plan General de Inversión y con su administración se procurará obtener una renta razonable en el mediano y largo plazo a los efectos de generar los fondos necesarios para repagar los Valores emitidos.

El monto remanente de los títulos de deuda al 31 de marzo de 2015 asciende a U\$S 63.912.328.77 equivalente en \$ 1.643.122.060,35 (U\$S 61.912.328.77 al 31 de diciembre de 2014).

9.11 – Fideicomiso Ganadero Banco Itau

El 4 de setiembre de 2012 se celebró el contrato de Fideicomiso de Garantía Ganadero Banco Itau. El Banco podrá otorgar a cada una de las personas que se adhieran al presente Fideicomiso (fideicomitentes) un crédito, ya sea bajo la forma de préstamo u otro mecanismo legalmente permitido.

En garantía del repago del crédito acordado con el Banco, cada Fideicomitente aportará al fideicomiso determinada cantidad de ganado bovino.

Los Bienes Fideicomitados por cada Fideicomitente aseguran y asegurarán el fiel cumplimiento y pago puntual de todos los importes que adeude al Banco el respectivo Fideicomitente bajo su Crédito

9.12 – Fideicomiso Financiero Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Suburbano de Pasajeros

Mediante contrato celebrado el 06 de agosto de 2012 se constituyó el FIDEICOMISO FINANCIERO FONDO DE FINANCIAMIENTO DEL TRANSPORTE COLECTIVO SUBURBANO DE PASAJEROS.

A través del citado contrato el Ministerio de Transporte y Obras Públicas, en su calidad de administrador del Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Suburbano de Pasajeros, cede y transfiere al fideicomiso la totalidad de los flujos de fondos a percibir por el Fondo a partir de la fecha del citado contrato por concepto de Créditos. Dichos Créditos corresponden a la contribución del 5 % de la recaudación bruta total de las empresas de Transporte (COPSA; CUTCSA; COETC; UCOT; CASANOVA; SOLFY Y RAINCOOP) proveniente de la venta de boletos por los servicios de transporte colectivo suburbano de pasajeros. El activo del fideicomiso estará constituido por los derechos cedidos sobre estos Créditos.

En garantía del cumplimiento de las obligaciones derivadas del Contrato de Fideicomiso, se afectan los subsidios que las Empresas de Transporte tienen derecho a recibir del Fideicomiso de Administración del Boleto.

Con fecha 17 de diciembre de 2012, EFAM emitió por cuenta del Fideicomiso, títulos escriturales representativos de deuda por un valor nominal de UI 210.000.000 (Unidades indexadas doscientos diez millones) para ser colocados en el mercado.

Dichos títulos devengarán un interés sobre saldos del 3.50% lineal anual, en unidades indexadas pagaderos mensualmente.

Para el cálculo de los intereses se considerará un año de 360 días y los días efectivamente transcurridos entre cada período de amortización y pago.

f

El fideicomiso se extinguirá cuando haya cancelado totalmente las obligaciones asumidas por la emisión de títulos de deuda realizada con un plazo máximo de 30 años.

El monto remanente de los títulos de deuda al 31 de marzo de 2015 asciende a UI 126.998.341,07 equivalente en \$ 386.265.454,36 (UI 136.644.428 al 31 de diciembre de 2014).

13 – Fideicomiso de Garantía Aval Ganadero

Con fecha 13 de junio de 2013 se celebró el contrato de Fideicomiso de Garantía Aval Ganadero, HSBC Bank (Uruguay) podrá otorgar a cada una de las personas que se adhieran al presente Fideicomiso (fideicomitentes) un crédito documentado en vales u otro mecanismo legalmente permitido, de acuerdo a los términos y condiciones que en cada oportunidad sean negociadas y acordadas entre el banco y el productor.

En garantía del repago del crédito acordado con el Banco, cada Fideicomitente aportará al fideicomiso determinada cantidad de ganado.

Los Bienes Fideicomitados por cada Fideicomitente aseguran y asegurarán el fiel cumplimiento y pago puntual de todos los importes que adeude al Banco el respectivo Fideicomitente bajo su Crédito

9.14 - Fideicomiso de Garantía Pesquerías Belnova

Con fecha 10 de octubre de 2013 se celebró el contrato de Fideicomiso de Garantía Pesquerías Belnova, a los efectos de garantizar por parte de Pesquerías Belnova el pago de las sumas adeudadas a Banco Santander, BBVA y Lloyd's TSB Bank, mediante la conformación de un patrimonio fideicomitado integrado por créditos que el fideicomitente tendrá derecho a cobrar en el futuro.

9.15 – Fideicomiso de Garantía CII – ERCSA

Mediante contrato celebrado el 4 de noviembre de 2013, se constituyó el Fideicomiso de Garantía CII - ERCSA.

Dicho fideicomiso se constituyó sobre títulos de deuda pública soberana de propiedad de ERCSA a los efectos de garantizar las obligaciones de ERCSA con CII, en virtud de una línea de crédito por U\$S 5.000.000.

9.16 – Fideicomiso Financiero Pronto! 3

Con fecha 27 de enero de 2014 se emitieron los valores correspondientes al contrato de Fideicomiso firmado con KEDAL S.A el 21 de agosto de 2013.

En el mismo se constituye un Fideicomiso denominado "Fideicomiso Financiero Pronto! 3", en virtud del cual KEDAL S.A. ("Fideicomitente") transfiere al patrimonio del Fideicomiso Créditos para la emisión de Valores.

La finalidad del Fideicomiso es dotar de liquidez al Fideicomitente a través de la securitización de los Créditos cedidos al Fideicomiso. Tal objetivo se logra mediante la emisión de los Valores por oferta pública y privada por parte del Fiduciario garantizado con los Bienes Fideicomitados.

El fideicomiso se integrará de créditos libres de obligaciones y gravámenes, identificados en el contrato de fideicomiso.

El monto remanente de los títulos de deuda al 31 de marzo de 2015 asciende a \$ 134.708.791,83.

9.17 – Fideicomiso de Garantía Trump Tower Punta del Este

Mediante contrato celebrado el 11 de marzo de 2014, se constituyó el Fideicomiso de Garantía Trump Tower Punta del Este con el fin de asegurar y garantizar a los Beneficiarios que los fondos que paguen y que deban pagar al Fideicomitente en virtud de los Contratos de Venta sean efectivamente destinados a la finalización y pago de los costos de obra (excluyendo honorarios y comisiones) de todos y cada uno de los ítems incluidos en el presupuesto.

A tales efectos, el Fideicomitente se obliga a entregar al Fiduciario una copia de todos los contratos firmados con los contratistas respecto de los ítems incluidos en el Presupuesto dentro de los 10 (diez) Días Hábiles de firmados.

9.18 – Fideicomiso de Garantía Peñarol FEC

Con fecha 1 de Julio de 2014 se celebró el contrato de Fideicomiso de Garantía Peñarol FEC, el objeto del mismo es la constitución de la propiedad fiduciaria de los Créditos Cedidos que el fideicomitente transfiere con este Contrato al Fideicomiso con el fin de asegurar y garantizar el fiel cumplimiento y pago puntual de los importes que por capital e intereses se adeudan bajo el Crédito FEC.

9.19 – Fideicomiso Estadio – Club Atlético Peñarol

El 6 de Junio de 2014 se modificó el Fideicomiso de Administración Estadio – Club Atlético Peñarol, designándose a EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A. como Fiduciaria y el 18 de junio se ratificó y consintió el contrato por parte de ésta última. El fin del Fideicomiso es la administración de la sociedad anónima que lleva adelante la construcción del Estadio del Club Atlético Peñarol.

9.20 – Fideicomiso Financiero Pronto! 4

Con fecha 18 de diciembre de 2014 se emitieron los valores correspondientes al contrato de Fideicomiso firmado con KEDAL S.A el 15 de octubre de 2014.

En el mismo se constituye un Fideicomiso denominado "Fideicomiso Financiero Pronto! 4", en virtud del cual KEDAL S.A. ("Fideicomitente") transfiere al patrimonio del Fideicomiso Créditos para la emisión de Valores.

La finalidad del Fideicomiso es dotar de liquidez al Fideicomitente a través de la securitización de los Créditos cedidos al Fideicomiso. Tal objetivo se logra mediante la emisión de los Valores por oferta pública y privada por parte del Fiduciario garantizado con los Bienes Fideicomitados.

El fideicomiso se integrará de créditos libres de obligaciones y gravámenes, identificados en el contrato de fideicomiso.

El monto remanente de los títulos de deuda y certificados de participación al 31 de marzo de 2015 asciende a \$ 252.523.929 y \$ 46.855.866 respectivamente.

9.21 – Fideicomiso Financiero Bosques del Uruguay 2

El 14 de agosto de 2014 se celebró el contrato del Fideicomiso Financiero Bosques del Uruguay que tiene como objeto la compra de inmuebles rurales situados dentro del territorio de la República Oriental del Uruguay, los cuales serán destinados al desarrollo de la actividad forestal. La adquisición de inmuebles rurales se podrá realizar también mediante la celebración de promesas de enajenación de inmuebles a plazo.

4

9.22 – Fideicomiso Financiero Grinor Ciudad de la Costa

Mediante contrato del 23 de octubre de 2014 se constituyó el Fideicomiso Financiero Grinor Ciudad de la Costa. La finalidad del mismo es la obtención de financiamiento a largo plazo a efectos de abonar los costos de las obras bajo la Licitación, todo esto mediante la securitización de los Créditos, mediante la emisión de oferta pública por parte del Fiduciario de Títulos de Deuda garantizados con los bienes fideicomitidos transferidos por el Fideicomitente.

NOTA 10 – RIESGOS FINANCIEROS

Las actividades de la Sociedad están alcanzadas por los riesgos financieros inherentes a su actividad. Los riesgos financieros a los que se encuentra expuesta la Sociedad son: riesgo de crédito, riesgo de liquidez y riesgo de mercado que incluyen los riesgos de las variaciones del tipo de cambio, riesgo de precios y los cambios en la tasa de interés.

La administración del riesgo es ejecutada por la Gerencia bajo políticas aprobadas por el Directorio. El Directorio es quien establece y supervisa las políticas de la Sociedad.

10.1 - Riesgo de crédito

Es el riesgo de que los clientes o la contraparte de un instrumento financiero no cumplan con sus obligaciones de pagos causando una pérdida financiera a la Sociedad.

Para los clientes que requieran créditos y no son sociedades vinculadas, la gerencia realiza análisis específicos. Las cuentas a cobrar son monitoreadas por la gerencia en función de las políticas crediticias establecidas.

10.2 - Riesgo de liquidez

Es el riesgo de que la Sociedad encuentre dificultades en cumplir sus obligaciones asociadas con pasivos financieros. La Gerencia maneja el riesgo de liquidez mediante el mantenimiento de niveles adecuados de disponibilidades que le permitan cumplir con los vencimientos de sus pasivos.

Se realiza un presupuesto de caja en forma anual el cual es revisado periódicamente, en el que se analiza las necesidades de fondos para cumplir con los vencimientos de los pasivos y en base al cual se toma las decisiones de las inversiones a realizar.

En caso de tener necesidades de fondos para cubrir temporalmente desfasajes en su flujo de efectivo la Sociedad recurre a fuentes de financiamiento a través de sus accionistas o empresas vinculadas.

10.3 - Riesgo de mercado

Es el riesgo de que variaciones en los precios de mercado (tipo de cambio, tasa de interés) afecten los resultados de la Sociedad.

i) Riesgo de tipo de cambio

La Sociedad incurre en el riesgo de tipo de cambio del peso uruguayo respecto al dólar estadounidense y a la Unidad Indexada en su inversión en Bonos del Tesoro Uruguayo, en parte de su facturación y en compras a proveedor de servicios profesionales (Ver posición neta en Nota 4).

La Gerencia monitorea este riesgo de forma de mantener la exposición al mismo en niveles aceptables. A su vez fija las tarifas a sus clientes en base a un análisis que considera las variaciones en el tipo de cambio, determinando los ajustes de precios que sean necesarios sin perder la competitividad de los mismos en el mercado.

i) Riesgo de tasa de interés

La Sociedad tiene únicamente un pasivo financiero sujeto tasa de interés fija y, adicionalmente los mismos se valúan a costo amortizado por lo que no se encuentra expuesta de forma significativa al riesgo de tasa de interés.

Valor razonable

Los valores contables de activos y pasivos financieros se encuentran sustancialmente expresados en UI, por lo cual el riesgo implícito es el riesgo de tipo de cambio explicado en la nota 10.3.i.

NOTA 12 – HECHOS POSTERIORES

A la fecha de presentación de los presentes estados financieros no existen otros hechos que puedan afectar a la Sociedad en forma significativa.



EF Asset Management
Administradora de Fondos
de Inversión S.A.

Estados contables correspondientes al
ejercicio finalizado el 31 de diciembre de
2014 e informe de auditoría
independiente

f

EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.

Estados contables correspondientes al ejercicio finalizado el 31 de diciembre de 2014 e informe de auditoría independiente

Contenido

Informe de auditoría independiente

Estado de situación patrimonial

Estado de resultados

Estado de flujos de efectivo

Estado de evolución del patrimonio

Notas a los estados contables

Informe de auditoría independiente

Sres. Directores y Accionistas de
EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.

Hemos auditado los estados contables de EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A. que se adjuntan; dichos estados contables comprenden el estado de situación patrimonial al 31 de diciembre de 2014, los correspondientes estados de resultados, de flujos de efectivo y de evolución del patrimonio por el ejercicio finalizado en esa fecha, y las notas de políticas contables significativas y otras notas explicativas a los estados contables.

Responsabilidad de la Dirección por los estados contables

La Dirección de EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A. es responsable por la preparación y la razonable presentación de estos estados contables de acuerdo con normas contables adecuadas en Uruguay. Esta responsabilidad incluye: diseñar, implementar y mantener un sistema de control interno adecuado para la preparación y presentación razonable de estados contables que estén libres de errores significativos, ya sea debido a fraude o error; seleccionar y aplicar políticas contables apropiadas; y realizar estimaciones contables razonables en las circunstancias.

Responsabilidad del Auditor

Nuestra responsabilidad es expresar una opinión sobre dichos estados contables basada en nuestra auditoría. Nuestra auditoría fue realizada de acuerdo con Normas Internacionales de Auditoría emitidas por la Federación Internacional de Contadores (IFAC). Estas normas requieren que cumplamos con requisitos éticos y planifiquemos y realicemos nuestra auditoría para obtener una seguridad razonable acerca de si los estados contables están libres de errores significativos.

Una auditoría implica realizar procedimientos para obtener evidencia de auditoría acerca de los montos y revelaciones en los estados contables. Los procedimientos seleccionados dependen del juicio profesional del auditor, incluyendo la evaluación de los riesgos de existencia de errores significativos en los estados contables, ya sea debido a fraude o error. Al hacer la evaluación de riesgos, el auditor considera los aspectos de control interno de la entidad relevantes para la preparación y presentación razonable de los estados contables con el fin de diseñar procedimientos de auditoría que sean apropiados en las circunstancias, pero no con el propósito de expresar una opinión acerca de la eficacia del control interno de la entidad. Una auditoría también incluye evaluar lo apropiado de las políticas contables utilizadas por la entidad y la razonabilidad de las estimaciones contables realizadas por la Dirección, así como evaluar la presentación general de los estados contables.

Consideramos que la evidencia de auditoría que hemos obtenido brinda una base suficiente y apropiada para sustentar nuestra opinión.

Opinión

En nuestra opinión, los estados contables referidos precedentemente presentan razonablemente, en todos los aspectos importantes, la situación patrimonial de EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A. al 31 de diciembre de 2014, los resultados de sus operaciones y los flujos de efectivo correspondientes al ejercicio finalizado en esa fecha, de acuerdo con normas contables adecuadas en Uruguay.

20 de marzo de 2015



Héctor Cuello
Director, Deloitte S.C.



**EF ASSET MANAGEMENT
ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A.**

**ESTADO DE SITUACIÓN PATRIMONIAL
AL 31 DE DICIEMBRE DE 2014
(expresado en pesos uruguayos)**

ACTIVO	<u>Notas</u>	<u>31/12/2014</u>	<u>31/12/2013</u>
ACTIVO CORRIENTE			
DISPONIBILIDADES			
Banco M/E		295.029	978.212
Banco M/N		178.412	386.856
BCU \$		14.937	18.828
BCU USD		180.392	158.591
		<u>668.770</u>	<u>1.542.487</u>
OTROS ACTIVOS FINANCIEROS			
Depósito en garantía en BCU	5	1.132.357	5.545.053
Intreses a cobrar		160.348	140.970
		<u>1.292.705</u>	<u>5.686.023</u>
CREDITOS POR VENTAS			
Deudores por ventas		5.184.380	1.509.007
		<u>5.184.380</u>	<u>1.509.007</u>
OTROS CREDITOS			
Certificado de créditos		778	-
Gastos a facturar		38.589	14.386
Crédito fiscal		56.698	63.001
		<u>96.065</u>	<u>77.387</u>
		<u>7.241.920</u>	<u>8.814.904</u>
ACTIVO NO CORRIENTE			
OTROS CREDITOS NO CORRIENTES			
Depósito en garantía en BCU	5	45.193.470	30.477.953
		<u>45.193.470</u>	<u>30.477.953</u>
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE		<u>45.193.470</u>	<u>30.477.953</u>
TOTAL ACTIVO		<u>52.435.390</u>	<u>39.292.857</u>
CUENTAS DE ORDEN	9	4.521.800.432	4.183.738.159

Las notas 1 a 12 que acompañan forman parte de los presentes estados contables.

**EF ASSET MANAGEMENT
ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A.**

**ESTADO DE SITUACIÓN PATRIMONIAL
AL 31 DE DICIEMBRE DE 2014
(expresado en pesos uruguayos)**

PASIVO	<u>Notas</u>	<u>31/12/2014</u>	<u>31/12/2013</u>
PASIVO CORRIENTE			
DEUDAS COMERCIALES			
Honorarios profesionales		2.808.075	70.187
Anticipo de cliente		2.330	-
		<u>2.810.405</u>	<u>70.187</u>
DEUDAS DIVERSAS			
Provision deudas fiscales		109.799	57.320
Provisión honorarios profesionales		112.296	109.222
		<u>222.095</u>	<u>166.542</u>
DEUDAS FINANCIERAS			
Préstamos en UI	6	1.132.357	5.545.053
Intereses a pagar		66.733	27.789
		<u>1.199.090</u>	<u>5.572.842</u>
TOTAL PASIVO CORRIENTE		<u>4.231.590</u>	<u>5.809.571</u>
PASIVO NO CORRIENTE			
DEUDAS FINANCIERAS			
Préstamos en UI	6	30.520.257	19.386.701
		<u>30.520.257</u>	<u>19.386.701</u>
TOTAL PASIVO NO CORRIENTE		<u>30.520.257</u>	<u>19.386.701</u>
TOTAL PASIVO		<u>34.751.847</u>	<u>25.196.272</u>
PATRIMONIO			
CAPITAL			
Capital integrado		7.893.301	7.893.301
AJUSTES AL PATRIMONIO			
Reexpresión monetaria		2.343.263	2.343.263
RESERVAS			
Reserva legal		193.002	23.810
RESULTADOS			
Resultados acumulados		3.667.019	452.386
Resultado del período		3.586.958	3.383.825
		<u>7.253.977</u>	<u>3.836.211</u>
TOTAL PATRIMONIO		<u>17.683.543</u>	<u>14.096.585</u>
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO		<u>52.435.390</u>	<u>39.292.857</u>
CUENTAS DE ORDEN	9	4.521.800.432	4.183.738.159

Las notas 1 a 12 que acompañan forman parte de los presentes estados contables.

**EF ASSET MANAGEMENT
ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A.**

**ESTADO DE RESULTADOS
POR EL EJERCICIO FINALIZADO EL 31 DE DICIEMBRE DE 2014**

(expresado en pesos uruguayos)

	31/12/2014	31/12/2013
INGRESOS OPERATIVOS		
Ingresos por servicios prestados	12.900.179	10.570.332
	12.900.179	10.570.332
GASTOS DE ADMINISTRACION Y VENTAS		
Honorarios Profesionales	(9.245.885)	(6.447.313)
Impuesto al patrimonio	(619.047)	(452.490)
Tasa de control regulatorio del sistema financiero	(55.870)	(49.723)
Otros impuestos	(11.896)	(10.961)
Papelería	-	(4.700)
Multas y recargos	(2.857)	(16.014)
Varios	(56.984)	(82.199)
IVA Perdida	(180.236)	(8.221)
Timbres profesionales	(20.739)	(14.450)
	(10.193.514)	(7.086.071)
RESULTADO OPERATIVO	2.706.665	3.484.261
RESULTADOS DIVERSOS		
Otros ingresos	-	39.490
	-	39.490
RESULTADOS FINANCIEROS		
Resultado por tenencia	224.347	(586.869)
Intereses ganados	345.876	305.538
Comisiones bancarias	(35.362)	(23.853)
Diferencia de cambio	1.480.844	1.324.803
Intereses perdidos	(167.457)	(132.922)
	1.848.248	886.697
RESULTADOS ANTES DE IMPUESTOS	4.554.913	4.410.448
IRAE	(967.955)	(1.026.623)
RESULTADO DEL EJERCICIO	3.586.958	3.383.825

Las notas 1 a 12 que acompañan forman parte de los presentes estados contables.

**EF ASSET MANAGEMENT
ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A.**

**ESTADO DE FLUJO DE EFECTIVO
POR EL EJERCICIO FINALIZADO EL 31 DE DICIEMBRE DE 2014
(expresado en pesos uruguayos)**

	<u>31/12/2014</u>	<u>31/12/2013</u>
1. FLUJO DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE OPERACIÓN		
Resultado del ejercicio antes de IRAE	4.554.913	4.410.448
Ajustes por:		
Resultados ganados devengados no percibidos	(3.751.848)	(1.377.862)
Resultados perdidos devengados no pagados	-	194.540
Resultado de las operaciones antes de cambios en rubros operativos	<u>803.065</u>	<u>3.227.126</u>
Cambios en activos operativos		
Deudores por ventas	(3.675.373)	547.464
Otros créditos	(18.677)	(1.038.197)
Cambios en pasivos operativos		
Deudas comerciales	2.740.213	(1.223.821)
Deudas diversas	194.912	701.784
	<u>44.140</u>	<u>2.214.356</u>
IRAE pagado	(1.107.309)	(1.026.622)
Flujo neto proveniente de (aplicado a) operaciones	<u><u>(1.063.169)</u></u>	<u><u>1.187.734</u></u>
2. FLUJO DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE INVERSIÓN		
Constitución de depósito en garantía en BCU	(13.436.659)	(1.533.584)
Desafectación de depósito en garantía BCU	598.962	424.402
Cobro inteses bonos del tesoro	327.538	296.107
Flujo neto aplicado a actividades de inversión	<u><u>(12.510.159)</u></u>	<u><u>(813.075)</u></u>
3. FLUJO DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO		
Préstamo de terceros UI	13.436.659	1.091.194
Cancelación de préstamos	(604.794)	(5.662.998)
Pago intereses préstamo UI	(132.254)	(136.058)
Flujo neto proveniente (aplicado) por actividades de financiamiento	<u><u>12.699.611</u></u>	<u><u>(4.707.862)</u></u>
4. DISMINUCIÓN NETA DE EFECTIVO Y EQUIVALENTE	<u>(873.717)</u>	<u>(4.333.203)</u>
5. EFECTIVO Y EQUIVALENTE DE EFECTIVO AL INICIO	<u>1.542.487</u>	<u>5.875.690</u>
6. EFECTIVO Y EQUIVALENTE DE EFECTIVO AL FINAL	<u><u>668.770</u></u>	<u><u>1.542.487</u></u>

Las notas 1 a 12 que acompañan forman parte de los presentes estados contables.

EF ASSET MANAGEMENT
ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A.

ESTADO DE EVOLUCION DEL PATRIMONIO
POR EL EJERCICIO FINALIZADO EL 31 DE DICIEMBRE DE 2014
(expresado en pesos uruguayos)

	31/12/2014				31/12/2013
	Capital integrado	Reexpresión monetaria	Reserva legal	Resultados acumulados	Total patrimonio neto
Saldos al inicio del periodo	7.893.301	2.343.263	23.810	3.836.211	10.712.760
Reserva legal (Nota 7)	-	-	169.192	(169.192)	-
Resultado del periodo	-	-	-	3.586.958	3.383.825
Saldos al final del periodo	<u>7.893.301</u>	<u>2.343.263</u>	<u>193.002</u>	<u>7.253.977</u>	<u>14.096.585</u>
				<u>17.683.543</u>	

Las notas 1 a 12 que acompañan forman parte de los presentes estados contables.

**EF ASSET MANAGEMENT
ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSION S.A.**

NOTAS A LOS ESTADOS CONTABLES AL 31 DE DICIEMBRE DE 2014
(expresadas en pesos uruguayos)

NOTA 1 - INFORMACIÓN BÁSICA SOBRE LA EMPRESA

EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A. es una sociedad anónima cerrada, que tiene por objeto la administración de fondos de inversión y fideicomisos de cualquier naturaleza.

El 20 de agosto de 2003, el Banco Central del Uruguay (BCU) autorizó a la sociedad a funcionar en el marco de la Ley de Fondos de Inversión N° 16.774 del 27 de septiembre de 1996 y su modificación posterior en la Ley N° 17.202 de fecha 24 de septiembre de 1999.

El 9 de julio de 2004, el BCU autorizó a la Sociedad a actuar como Fiduciario Financiero en el marco de la Ley 17.703 de fecha 27 de octubre de 2003. Asimismo, en dicha fecha, la Sociedad fue inscrita en el Registro de Mercado de Valores del BCU como Fiduciario Financiero.

El 23 de mayo de 2005, el BCU autorizó a la Sociedad a actuar como Fiduciario Profesional en el marco de la Ley 17.703 de fecha 27 de octubre de 2003. Asimismo, en dicha fecha, la Sociedad fue inscrita en el Registro de Fiduciarios Profesionales, Sección Fiduciarios Generales.

NOTA 2 – ESTADOS FINANCIEROS

Los presentes estados financieros han sido autorizados para su emisión por parte de EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A. el 20 de marzo de 2015.

NOTA 3 – BASES DE PREPARACIÓN DE LOS ESTADOS CONTABLES

3.1 - Normas contables aplicadas

A la fecha de emisión de los presentes estados contables, las normas contables adecuadas en Uruguay aplicables a la Sociedad se encuentran establecidas en los Decretos 103/91, 266/07 37/10 y 291/14

El decreto 266/07 ha sido publicado con fecha 31 de julio de 2007, que hace obligatoria, como normas contables adecuadas en Uruguay, la aplicación de las Normas Internacionales de Información Financiera adoptadas y traducidas a idioma español a esa fecha y las normas de presentación contenidas en el Decreto 103/91.

El decreto 37/10 clarifica en qué casos las normas internacionales de información financiera (NIIF) priman en materia de exposición sobre el Decreto 103/91 y en qué casos este último prima sobre las NIIF.

Con posterioridad a la fecha del Decreto 266/07 han sido modificadas, enmendadas y/o adoptadas por el IASB distintas normas e interpretaciones que aún no han sido adoptadas por la entidad por no serlo requerido por la legislación vigente, cuyo eventual impacto sobre la Sociedad no ha sido evaluado a la fecha.

El Decreto 291/14 establece que los estados contables correspondientes a períodos que comiencen a partir del 1 de enero de 2015 deben ser obligatoriamente formulados cumpliendo la Norma Internacional de Información Financiera para Pequeñas y Medianas entidades (NIIF para PYMES) emitido por el Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad (IASB – International Accounting Standards Board) a la fecha de emisión del decreto y publicados en la página web de la Auditoría

Al 31 de diciembre de 2014 la Sociedad se encuentra aplicando las disposiciones del decreto 266/07.

3.2 - Concepto de capital utilizado

El concepto de capital utilizado para la determinación de los resultados es el capital financiero.

El resultado se ha determinado sobre la variación que ha tenido durante el período, el capital considerado como inversión en dinero.

3.3 - Definición de fondos

Para la preparación del estado de flujos de efectivo del período el concepto de fondos utilizado es el efectivo y equivalente de efectivo.

3.4 - Criterios de valuación y exposición

Los principales criterios de valuación y exposición utilizados para la preparación de los estados contables fueron los siguientes:

- a) **Activos y pasivos en moneda extranjera:** Los activos y pasivos en moneda extranjera se han convertido a pesos uruguayos utilizando el tipo de cambio billete comprador interbancario vigente a la fecha de la transacción. La cotización vigente al 31 de diciembre de 2014 (\$ 24,369 por US\$ 1) y 31 de diciembre de 2013 (\$ 21,424 por US\$ 1). Los activos y pasivos en Unidades Indexadas (UI) se han convertido a pesos uruguayos utilizando el valor de la Unidad Indexada del cierre del período. Al 31 de diciembre de 2014 la cotización de 1 UI es \$ 2,9632 y al 31 de diciembre 2013 fue de \$ 2,7421. Las diferencias de cotización han sido imputadas al resultado del período.
- b) **Activos y pasivos en moneda nacional:** Los activos y pasivos monetarios que corresponden a operaciones liquidables en pesos (caja y bancos, créditos, otros créditos y los pasivos en general) están expresados a su valor nominal.
- c) **Cuentas de resultados:** Se ha aplicado el criterio de lo devengado para el reconocimiento de los ingresos e imputación de los egresos o costos incurridos
- d) **Créditos:** Se presentan al valor nominal.
- e) **Activos financieros:** Los Bonos del tesoro se presentan como parte de la garantía en BCU. Los mismos son valuados a su cotización sin cupón al cierre. Se exponen como activos financieros los intereses devengados a cobrar correspondientes.
- f) **Depósitos afectados en garantía:** Se presentan al importe efectivamente depositado, netos de rescates y a cotización de cierre.
- g) **Otros pasivos financieros:** Se presentan al costo amortizado.

Unidades indexadas

	31.12.2014		31.12.2013	
	UI	Equivalente en \$	UI	Equivalente en \$
ACTIVO				
Corriente				
Depósito en garantía (Otros créditos)	382.140	1.132.357	2.022.192	5.545.053
No Corriente				
Depósito en garantía (Otros créditos)	13.179.158	39.052.484	9.223.883	25.292.809
Total	13.561.298	40.184.841	11.246.075	30.837.862
PASIVO				
Corriente				
Intereses a pagar	22.521	66.733	10.134	27.789
Préstamos en UI	382.140	1.132.357	2.022.192	5.545.053
No Corriente				
Préstamos en UI	10.303.286	30.520.257	7.070.020	19.386.701
Total	10.707.947	31.729.347	9.102.346	24.959.543
Posición neta	2.853.352	8.455.053	2.143.729	5.878.319

NOTA 5 – BIENES DE DISPONIBILIDAD RESTRINGIDA

5.1 - Saldos

Los depósitos en garantía corresponden a la prenda constituida a favor del BCU en cumplimiento de la normativa vigente (Circular 1982 del 31 de diciembre de 2007). La garantía deberá mantenerse en todo momento, y consistirá en prenda, expresada en Unidades Indexadas, sobre depósito en efectivo, constituido en el BCU. Dicho depósito no devengará intereses.

El saldo al 31 de diciembre de 2014 asciende a UI 13.561.298.50 equivalentes a \$ 40.184.839.72 y US\$ 252.000 equivalente en \$ 6.140.988 depositados en un Bono del Tesoro Uruguayo valor nominal US\$ 210.000, sumando la totalidad de \$ 46.325.827 (UI 11.246.075 y US\$ 242.025 equivalentes a \$ 36.023.006 al 31 de diciembre de 2013).

El monto puede ser liberado en función de las cancelaciones parciales futuras de los fideicomisos financieros administrados. Con fecha 28 de Junio de 2013 se rescindió el contrato de fideicomiso financiero NZFSU I. Mediante resolución del 30 de abril de 2014 el BCU resolvió cancelar la inscripción de los títulos de deuda del fideicomiso.

5.2 - Movimientos

Con fecha 8 de enero de 2013 se desafectó la garantía correspondiente al Fideicomiso Financiero FTU II por la suma de UI 168.000 (equivalente en \$ 424.402)

El 26 de agosto de 2013 se constituyó la garantía correspondiente al Fideicomiso Financiero Pronto! 3. Dicha garantía ascendió a UI 412.612 (equivalente en \$ 1.091.194).

Con fecha 20 de setiembre de 2013 se constituyó garantía por UI 166.000 (equivalente en \$ 442.390) de forma de no quedar por debajo del mínimo exigido por normativa debido al aumento en la cotización del dólar.

Con fecha 11 de abril de 2014, se solicitó al BCU la desafectación de UI 210.000 (equivalente en \$ 598.962) correspondientes a la garantía del Fideicomiso Financiero FTU II, la misma fue liberada el 10 de junio de 2014.

El día 10 de Noviembre de 2014 se constituyó el depósito en garantía por el Fideicomiso Financiero Grinor Ciudad de la Costa por un monto total de UI 1.200.000 (equivalente en \$ 3.534.000) en cumplimiento del Artículo 104 Circular N° 2216 del BCU.

Asimismo el 3 de Diciembre de 2014 se constituyeron las garantías del Fideicomiso Financiero Pronto IV y Fideicomiso Financiero Bosques del Uruguay 2 por UI 505.999 (equivalente en \$ 1.496.899) y UI 2.841.416 (equivalente en \$ 8.405.760) respectivamente.

	31/12/2014		31/12/2013	
	UI	Equivalente en \$	UI	Equivalente en \$
Creaciones	4.547.415	13.436.659	578.612	1.533.584
Desafectaciones	(210.000)	(598.962)	(168.000)	(424.402)
Total de movimientos	<u>4.337.415</u>	<u>12.837.697</u>	<u>410.612</u>	<u>1.109.182</u>

5.3 Valuación de valores afectados en garantía:

a) Bonos del Tesoro:

La valuación de los mismos al 31 de diciembre de 2014, es la siguiente:

	Valor nominal U\$S	Precio sin cupón	Tasa anual	Vencimiento	Valor en U\$S	Equivalente en \$
Bonos del tesoro	210.000	120	7,05%	21/07/2019	252.000	6.140.988

Al 31 de diciembre 2013 corresponden a (incluidos dentro del activo no corriente):

	Valor nominal U\$S	Precio sin cupón	Tasa anual	Vencimiento	Valor en U\$S	Equivalente en \$
Bonos del tesoro	210.000	115.25	7,05%	21/07/2019	242.025	5.185.144

NOTA 6 – OTROS PASIVOS FINANCIEROS

Las deudas financieras al 31 de diciembre de 2014 y al 31 de diciembre de 2013 corresponden a:

	31/12/2014		31/12/2013	
	Moneda de origen	Equivalente en \$	Moneda de origen	Equivalente en \$
CORTO PLAZO				
Fondos de terceros (2)	382.140	1.132.357	2.022.192	5.545.053
	382.140	1.132.357	2.022.192	5.545.053
LARGO PLAZO				
Discount Bank L.A. (1)	2.676.957	7.932.358	2.888.957	7.921.808
Fondos de terceros (2)	7.622.806	22.587.899	4.181.063	11.464.893
	10.299.763	30.520.257	7.070.020	19.386.701
Total	10.681.903	31.652.614	9.092.212	24.931.754

- (1) Corresponde a dos préstamos por UI 2.000.000 y UI 1.050.000 pactados con intereses a una tasa efectiva anual del 2% (dos por ciento) pagaderos en forma semestral, calculados sobre el monto del capital pendiente de pago a la fecha. Los mismos serán cancelados parcialmente a medida que los depósitos afectados en garantía (Nota 5) son liberados por el BCU. Con fecha 17 de junio de 2014 se cancelaron UI 212.000 (equivalente en \$ 604.794)
- (2) Financiamiento recibido a efectos de constituir los depósitos en garantía requeridos por la normativa vigente. Corresponden a préstamos sin intereses y sin vencimiento, los mismos son cancelados a medida que los depósitos afectados en garantía (Nota 5) son liberados por el BCU. Con fecha 17 de junio de 2014 se cancelaron UI 724.749 (equivalente en \$2.064.960)

El manejo de la liquidez se realiza a partir de la correlación entre los depósitos afectados en garantía (Nota 5) y los pasivos financieros correspondientes.

NOTA 7 - PATRIMONIO

Al 31 de diciembre de 2014 y al 31 de diciembre de 2013 el capital integrado asciende a \$ 7.893.301 históricos representado por 788 acciones nominativas de valor nominal \$ 10.000 cada una, y dos certificados provisorios nominativos por \$ 6.650.50 cada uno. El capital autorizado asciende a \$ 10.000.000.

El 28 de abril de 2014, en asamblea ordinaria se aprobó el proyecto de distribución de utilidades donde se propuso aumentar la reserva legal en \$ 169.192 en cumplimiento del art. 93 de la Ley 16.060 y destinar a resultados acumulados la suma de \$ 3.214.633.

NOTA 8 – PARTES VINCULADAS

A continuación, se detallan los saldos y transacciones mantenidos con las partes vinculadas:

	31.12.2014		31.12.2013	
	U\$\$	Equivalente en \$	U\$\$	Equivalente en \$
Saldos con CPA/Ferrere				
Deudas comerciales ME	4.717	114.949	3.233	69.272
Deudas comerciales \$	-	2.163.254	-	-
Total	4.717	2.278.203	3.233	69.272

	31.12.2014		31.12.2013	
	UI	Equivalente en \$	UI	Equivalente en \$
Saldos con Ferrere				
Deudas financieras	1.637.968	4.853.627	2.361.500	6.475.469
Total	1.637.968	4.853.627	2.361.500	6.475.469

	31.12.2014		31.12.2013	
	U\$\$	Equivalente en \$	U\$\$	Equivalente en \$
Transacciones con CPA / Ferrere				
Honorarios profesionales	386.294	9.081.831	210.782	4.248.172
Total	386.294	9.081.831	210.782	4.248.172

	31.12.2014		31.12.2013	
	U\$\$	Equivalente en \$	U\$\$	Equivalente en \$
Transacciones con Ferrere				
Pago préstamo	90.000	2.193.210	-	-
Total	90.000	2.193.210	-	-

NOTA 9 – FIDEICOMISOS ADMINISTRADOS

Los capitales administrados de los fideicomisos financieros al 31 de diciembre de 2014 ascienden a:

	<u>US\$</u>	<u>UI</u>	<u>\$</u>
Fideicomiso Financiero CFP	6.750.000	-	164.490.750
Fideicomiso Financiero Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo II	3.841.721	245.752.000	821.831.224
Fideicomiso Financiero Velum Overseas I	1.622.276	-	39.533.254
Fideicomiso Financiero Bosques del Uruguay	50.000.000	-	1.218.450.000
Fideicomiso Financiero Pronto! 2	-	32.798.544	97.188.646
Fideicomiso Financiero de Inversiones y Rentas Inmobiliarias	63.912.329	-	1.557.479.540
Fideicomiso Financiero Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Suburbano de Pasajeros	-	136.644.428	404.904.769
Fideicomiso Financiero Pronto! 3	-	-	217.922.249
Total cuentas de orden	<u>126.126.326</u>	<u>415.194.972</u>	<u>4.521.800.432</u>

A continuación exponemos un breve resumen de los fideicomisos administrados al 31 de diciembre de 2014:

9.1 - Fideicomiso de Administración - Marstar Invest S.A

Con fecha 22 de diciembre de 2005 se firmó el contrato de Fideicomiso de Administración con Marstar Invest S.A. en su calidad de Fiduciario del Fideicomiso culminándose la inscripción ante el Registro Nacional de Actos Personales el 5 de enero de 2006.

El objetivo del fideicomiso es que el Fiduciario se haga cargo de la administración del Crédito que existe entre las partes involucradas hasta su total cancelación.

Con fecha 30 de octubre de 2012 se procedió a modificar el cronograma de acuerdo a las cláusulas establecidas en el contrato.

9.2 - Fideicomiso de Administración

Con fecha 16 de Agosto de 2006 se firmó el contrato de Fideicomiso de Administración de una persona física del exterior culminando la inscripción ante el Registro Nacional de Actos Personales el 4 de Octubre de 2006. EF Asset Management actúa como fiduciario del mismo.

El presente Fideicomiso tiene por finalidad encomendar al Fiduciario administrar el paquete accionario de una sociedad.

9.3 – Fideicomiso Financiero CFP

El 20 de julio de 2007 se celebró un contrato de Fideicomiso con CERRO FREE PORT S.A.

En el mismo se constituye un Fideicomiso denominado "Fideicomiso Financiero CFP" en virtud del cual Cerro Free Port S.A. ("Fideicomitente") transfiere al patrimonio del Fideicomiso el Crédito derivado de un Acuerdo Transaccional celebrado con el Estado.

Como consecuencia del Acuerdo el Estado se obligó a pagar al Fideicomitente la suma de U\$S 28.500.000 de la siguiente forma: U\$S 6.000.000 que fueron abonados el día 27 de junio de 2007 y el saldo en 10 cuotas anuales, iguales y consecutivas de U\$S 2.250.000 cada una, venciendo la primera a los 365 días de realizado el primer pago con más el 7% de interés anual sobre saldos.

La finalidad del Fideicomiso es dotar de liquidez al Fideicomitente a través de la securitización del Crédito de largo plazo contra el Estado correspondientes a las 10 cuotas anuales de U\$S 2.250.000. Tal objetivo se logra mediante la emisión de los Títulos de Deuda mediante oferta pública por parte del Fiduciario garantizado con el bien fideicomitado por el Fideicomitente.

El 1º de noviembre de 2007 se realizó la emisión de títulos de deuda por un valor nominal de U\$S 22.500.000.

El monto remanente de los títulos de deuda al 31 de diciembre de 2014 asciende a U\$S 6.750.000 equivalente en \$ 164.490.750 (U\$S 9.000.000 al 31 de diciembre de 2013).

9.4 - Fideicomiso Financiero Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo II

Mediante contrato celebrado el 06 de julio de 2010, modificado el 20 de septiembre del mismo año, se constituyó el FIDEICOMISO FINANCIERO FONDO DE FINANCIAMIENTO DEL TRANSPORTE COLECTIVO URBANO DE MONTEVIDEO 2.

A través del citado contrato la Intendencia Municipal de Montevideo, en su calidad de administradora del Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo, cede y transfiere a EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A. (EFAM), en su calidad de Fiduciario del Fideicomiso, la totalidad de los flujos de fondos a percibir por el Fondo a partir de la fecha del citado contrato por concepto de Créditos. Dichos Créditos corresponden a la contribución del 5 % de la recaudación bruta total de las empresas de Transporte (RAINCOOP; CUTCSA; COETC; UCOT Y COME) proveniente de la venta de boletos por los servicios de transporte colectivo urbano de pasajeros. El activo del fideicomiso estará constituido por los derechos cedidos sobre estos Créditos.

En garantía del cumplimiento de las obligaciones derivadas del Contrato de Fideicomiso, se afectan los subsidios que las Empresas de Transporte tienen derecho a recibir de la Intendencia Municipal de Montevideo.

Con fecha 14 de Octubre de 2010, EFAM emitió por cuenta del Fideicomiso, títulos escriturales representativos de deuda por un valor nominal de UI 400.000.000 (Unidades indexadas cuatrocientos millones) para ser colocados en el mercado.

Dichos títulos devengarán un interés sobre saldos del 5.50% lineal anual, en unidades indexadas pagaderos mensualmente.

Para el cálculo de los intereses se considerará un año de 360 días y los días efectivamente transcurridos entre cada período de amortización y pago.

El fideicomiso se extinguirá cuando haya cancelado totalmente las obligaciones asumidas por la emisión de títulos de deuda realizada con un plazo máximo de 10 años.

El monto remanente de los títulos de deuda al 31 de diciembre de 2014 asciende a U\$S 3.841.721 y UI 245.752.000 equivalentes a \$ 821.831.224 (U\$S 4.686.899.22 y UI 284.969.901.31 al 31 de diciembre de 2013).

9.5 - Fideicomiso Financiero Velum Overseas I

Mediante contrato celebrado el 29 de diciembre de 2010, se constituyó el Fideicomiso Financiero Velum Overseas I.

A través del citado contrato se aportan U\$S 1.450.000 a efectos de que con los mismos se proceda a adquirir carteras de créditos para que sean administrados por Velum Credit Management.

Como contrapartida del aporte realizado, el Fideicomiso emitirá Certificados de Participación de oferta privada, no pudiéndose en ningún caso ofrecer los mismos en forma pública.

El fiduciario administrará el patrimonio del Fideicomiso conforme a las disposiciones del contrato

El monto remanente de los títulos de deuda al 31 de diciembre de 2014 asciende a U\$S 1.622.276 (U\$S 1.622.276.42 al 31 de diciembre de 2013).

9.6 - Fideicomiso de Administración PJD 1

Con fecha 22 de noviembre de 2009 se firmó el contrato de Fideicomiso de Administración PJD1.

El mencionado fideicomiso tiene por finalidad encomendar al Fiduciario la administración de los bienes fideicomitados que existe entre las partes involucradas hasta su total cancelación.

9.7 - Fideicomiso de Administración PJD 2

Con fecha 16 de noviembre de 2009 se firmó el contrato de Fideicomiso de Administración PJD2, culminando la inscripción ante el Registro Nacional de Actos Personales el 7 de enero de 2010. EF Asset Management actúa como fiduciario del mismo.

El mencionado fideicomiso tiene por finalidad encomendar al Fiduciario la administración de los bienes fideicomitados que existe entre las partes involucradas hasta su total cancelación.

9.8 – Fideicomiso Financiero Bosques del Uruguay

Con fecha 06 de mayo de 2011 se celebra el contrato, en la ciudad de Montevideo, entre EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A. en calidad de "Fiduciario". Agroempresa Forestal S.A. en calidad de "Administrador" y los Suscriptores Iniciales de los Valores en calidad de "Fideicomitentes", constituyendo el Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay. El mismo fue protocolizado el 9 de mayo del corriente año.

El Fideicomiso se integrará con los importes a ser pagados por los Fideicomitentes en su carácter de suscriptores iniciales de los Valores, en las condiciones que se establecen en el Contrato y para ser destinados al cumplimiento de los fines del mismo.

Con los fondos provenientes de la colocación de los Valores (Certificados de Participación), el Fiduciario invertirá en la compra de Inmuebles rurales, situados dentro de la República Oriental del Uruguay, para el posterior desarrollo de la actividad silvícola, integrando el patrimonio del Fideicomiso.

El Plan de Negocios establece el marco dentro del cual se desarrollará la estrategia del Fideicomiso para cumplir con su fin, y específicamente indica los requisitos generales que han de reunir los Inmuebles a efectos de que el Fideicomiso pueda realizar dichas inversiones.

El Fiduciario designa al Administrador, por medio del Contrato de Administración, para cumplir la tarea de administrar los Bienes Fideicomitados y llevar adelante la implementación del Plan de Negocios, con respecto al presente Fideicomiso y el Contrato de Administración. Sin perjuicio de esto, el Fiduciario mantendrá la responsabilidad por la gestión del Administrador por las tareas subcontratadas a éste.

El Fideicomiso no podrá invertir sus recursos en valores no permitidos para los Fondos de Ahorro Previsional.

El patrimonio del Fideicomiso estará constituido por los Activos y por todos los derechos económicos presentes y futuros que generen los mismos. Quedará afectado única y exclusivamente a los fines que se destina y sólo podrán ejercitarse respecto a él, los derechos y acciones que se refieran a dichos bienes.

Con fecha 05 de agosto de 2011, EFAM emitió por cuenta del Fideicomiso. Certificados de Participación escriturales, por valor nominal de U\$S 50.000.000 (dólares americanos cincuenta millones).

Los Certificados de Participación darán a los Titulares derechos de participación sobre el resultado del Fideicomiso de acuerdo a los términos y condiciones establecidas.

El Fideicomiso se mantendrá vigente por un plazo máximo de 30 años, o hasta el momento que se liquiden todos los Activos del Fideicomiso y se cancelen todas las obligaciones.

El monto remanente de los títulos de deuda al 31 de diciembre de 2014 asciende a U\$S 50.000.000 equivalentes a \$ 1.218.450.000 (U\$S 50.000.000 al 31 de diciembre de 2013).

9.9 – Fideicomiso Financiero Pronto! 2

Con fecha 22 de julio de 2011 se celebró un contrato de Fideicomiso con KEDAL S.A.

En el mismo se constituye un Fideicomiso denominado "Fideicomiso Financiero Pronto! 2", en virtud del cual KEDAL S.A. ("Fideicomitente") transfiere al patrimonio del Fideicomiso Créditos para la emisión de Valores.

La finalidad del Fideicomiso es dotar de liquidez al Fideicomitente a través de la securitización de los Créditos cedidos al Fideicomiso. Tal objetivo se logra mediante la emisión de los Valores por oferta pública por parte del Fiduciario garantizado con los Bienes Fideicomitados.

El fideicomiso se integrará de créditos libres de obligaciones y gravámenes, identificados en el contrato de fideicomiso.

El monto remanente de los títulos de deuda al 31 de diciembre de 2014 asciende a UI 54.529.429.87 equivalente en \$ 97.188.646 (UI 74.940.260 al 31 de diciembre de 2013).

9.10 – Fideicomiso Financiero de Inversiones y Rentas Inmobiliarias

Con fecha 6 de junio de 2011. se celebró un contrato de Fideicomiso se constituyó el fideicomiso FINANCIERO DE INVERSIONES Y RENTAS INMOBILIARIAS.

El 5 de agosto de 2011 el Banco Central del Uruguay (BCU) autorizó la inscripción del Fideicomiso en el Registro del Mercado de Valores (Comunicación N° 2011/132).

Con fecha 16 de mayo de 2012 se realizó la emisión de los títulos mixtos que integran el fideicomiso.

Con los fondos que el Fiduciario obtuvo por la colocación de los Valores, el Fideicomiso invertirá en derechos reales y/o personales que otorguen al Fideicomiso la disposición efectiva y explotación de Inmuebles o instalaciones situados en todo el territorio de la República Oriental del Uruguay.

Los Inmuebles serán seleccionados por el Administrador de acuerdo con las pautas establecidas en el Plan General de Inversión y con su administración se procurará obtener una renta razonable en el mediano y largo plazo a los efectos de generar los fondos necesarios para repagar los Valores emitidos.

El monto remanente de los títulos de deuda al 31 de diciembre de 2014 asciende a U\$S 63.912.328.77 equivalente en \$ 1.557.479.540. (U\$S 61.512.328.77 al 31 de diciembre de 2013).

9.11 – Fideicomiso Ganadero Banco Itau

El 4 de setiembre de 2012 se celebró el contrato de Fideicomiso de Garantía Ganadero Banco Itau. El Banco podrá otorgar a cada una de las personas que se adhieran al presente Fideicomiso (fideicomitentes) un crédito, ya sea bajo la forma de préstamo u otro mecanismo legalmente permitido.

En garantía del repago del crédito acordado con el Banco, cada Fideicomitente aportará al fideicomiso determinada cantidad de ganado bovino.

Los Bienes Fideicomitados por cada Fideicomitente aseguran y asegurarán el fiel cumplimiento y pago puntual de todos los importes que adeude al Banco el respectivo Fideicomitente bajo su Crédito

9.12 – Fideicomiso Financiero Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Suburbano de Pasajeros

Mediante contrato celebrado el 06 de agosto de 2012. se constituyó el FIDEICOMISO FINANCIERO FONDO DE FINANCIAMIENTO DEL TRANSPORTE COLECTIVO SUBURBANO DE PASAJEROS.

A través del citado contrato el Ministerio de Transporte y Obras Públicas, en su calidad de administrador del Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Suburbano de Pasajeros, cede y transfiere al fideicomiso la totalidad de los flujos de fondos a percibir por el Fondo a partir de la fecha del citado contrato por concepto de Créditos. Dichos Créditos corresponden a la contribución del 5 % de la recaudación bruta total de las empresas de Transporte (COPSA; CUTCSA; COETC; UCOT; CASANOVA; SOLFY Y RAINCOOP) proveniente de la venta de boletos por los servicios de transporte colectivo suburbano de pasajeros. El activo del fideicomiso estará constituido por los derechos cedidos sobre estos Créditos.

En garantía del cumplimiento de las obligaciones derivadas del Contrato de Fideicomiso, se afectan los subsidios que las Empresas de Transporte tienen derecho a recibir del Fideicomiso de Administración del Boleto.

Con fecha 17 de diciembre de 2012, EFAM emitió por cuenta del Fideicomiso, títulos escriturales representativos de deuda por un valor nominal de UI 210.000.000 (Unidades indexadas doscientos diez millones) para ser colocados en el mercado.

Dichos títulos devengarán un interés sobre saldos del 3.50% lineal anual, en unidades indexadas pagaderos mensualmente.

Para el cálculo de los intereses se considerará un año de 360 días y los días efectivamente transcurridos entre cada período de amortización y pago.

El fideicomiso se extinguirá cuando haya cancelado totalmente las obligaciones asumidas por la emisión de títulos de deuda realizada con un plazo máximo de 30 años.

El monto remanente de los títulos de deuda al 31 de diciembre de 2014 asciende a UI 136.644.428 equivalente en \$ 404.904.769 (UI 174.977.059.80 al 31 de diciembre de 2013).

9.13 – Fideicomiso de Garantía Aval Ganadero

Con fecha 13 de junio de 2013 se celebró el contrato de Fideicomiso de Garantía Aval Ganadero, HSBC Bank (Uruguay) podrá otorgar a cada una de las personas que se adhieran al presente Fideicomiso (fideicomitentes) un crédito documentado en vales u otro mecanismo legalmente permitido, de acuerdo a los términos y condiciones que en cada oportunidad sean negociadas y acordadas entre el banco y el productor.

En garantía del repago del crédito acordado con el Banco, cada Fideicomitente aportará al fideicomiso determinada cantidad de ganado.

Los Bienes Fideicomitados por cada Fideicomitente aseguran y asegurarán el fiel cumplimiento y pago puntual de todos los importes que adeude al Banco el respectivo Fideicomitente bajo su Crédito

9.14 - Fideicomiso de Garantía Pesquerías Belnova

Con fecha 10 de octubre de 2013 se celebró el contrato de Fideicomiso de Garantía Pesquerías Belnova, a los efectos de garantizar por parte de Pesquerías Belnova el pago de las sumas adeudadas a Banco Santander, BBVA y Lloyd's TSB Bank, mediante la conformación de un patrimonio fideicomitado integrado por créditos que el fideicomitente tendrá derecho a cobrar en el futuro.

9.15 – Fideicomiso de Garantía CII – ERCSA

Mediante contrato celebrado el 4 de noviembre de 2013, se constituyó el Fideicomiso de Garantía CII - ERCSA.

Dicho fideicomiso se constituyó sobre títulos de deuda pública soberana de propiedad de ERCSA a los efectos de garantizar las obligaciones de ERCSA con CII, en virtud de una línea de crédito por U\$S 5.000.000.

9.16 – Fideicomiso Financiero Pronto! 3

Con fecha 27 de enero de 2014 se emitieron los valores correspondientes al contrato de Fideicomiso firmado con KEDAL S.A el 21 de agosto de 2013.

En el mismo se constituye un Fideicomiso denominado "Fideicomiso Financiero Pronto! 3", en virtud del cual KEDAL S.A. ("Fideicomitente") transfiere al patrimonio del Fideicomiso Créditos para la emisión de Valores.

La finalidad del Fideicomiso es dotar de liquidez al Fideicomitente a través de la securitización de los Créditos cedidos al Fideicomiso. Tal objetivo se logra mediante la emisión de los Valores por oferta pública y privada por parte del Fiduciario garantizado con los Bienes Fideicomitados.

El fideicomiso se integrará de créditos libres de obligaciones y gravámenes, identificados en el contrato de fideicomiso.

El monto remanente de los títulos de deuda al 31 de diciembre de 2014 asciende a \$ 217.922.249.

9.17 – Fideicomiso de Garantía Trump Tower Punta del Este

Mediante contrato celebrado el 11 de marzo de 2014, se constituyó el Fideicomiso de Garantía Trump Tower Punta del Este con el fin de asegurar y garantizar a los Beneficiarios que los fondos que paguen y que deban pagar al Fideicomitente en virtud de los Contratos de Venta sean efectivamente destinados a la finalización y pago de los costos de obra (excluyendo honorarios y comisiones) de todos y cada uno de los ítems incluidos en el presupuesto.

A tales efectos, el Fideicomitente se obliga a entregar al Fiduciario una copia de todos los contratos firmados con los contratistas respecto de los ítems incluidos en el Presupuesto dentro de los 10 (diez) Días Hábiles de firmados.

9.18 – Fideicomiso de Garantía Peñarol FEC

Con fecha 1 de Julio de 2014 se celebró el contrato de Fideicomiso de Garantía Peñarol FEC, el objeto del mismo es la constitución de la propiedad fiduciaria de los Créditos Cedidos que el fideicomitente transfiere con este Contrato al Fideicomiso con el fin de asegurar y garantizar el fiel cumplimiento y pago puntual de los importes que por capital e intereses se adeudan bajo el Crédito FEC.

9.19 – Fideicomiso Estadio – Club Atlético Peñarol

El 6 de Junio de 2014 se modificó el Fideicomiso de Administración Estadio – Club Atlético Peñarol, designándose a EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A. como Fiduciaria y el 18 de junio se ratificó y consintió el contrato por parte de ésta última. El fin del Fideicomiso es la administración de la sociedad anónima que lleva adelante la construcción del Estadio del Club Atlético Peñarol.

9.20 – Fideicomiso Financiero Pronto! 4

Con fecha 18 de diciembre de 2014 se emitieron los valores correspondientes al contrato de Fideicomiso firmado con KEDAL S.A el 15 de octubre de 2014.

En el mismo se constituye un Fideicomiso denominado "Fideicomiso Financiero Pronto! 4", en virtud del cual KEDAL S.A. ("Fideicomitente") transfiere al patrimonio del Fideicomiso Créditos para la emisión de Valores.

La finalidad del Fideicomiso es dotar de liquidez al Fideicomitente a través de la securitización de los Créditos cedidos al Fideicomiso. Tal objetivo se logra mediante la emisión de los Valores por oferta pública y privada por parte del Fiduciario garantizado con los Bienes Fideicomitados.

El fideicomiso se integrará de créditos libres de obligaciones y gravámenes, identificados en el contrato de fideicomiso.

El monto remanente de los títulos de deuda y certificados de participación al 31 de diciembre de 2014 asciende a \$ 171.066.383 y \$ 46.855.866 respectivamente.

9.21 – Fideicomiso Financiero Bosques del Uruguay 2

El 14 de agosto de 2014 se celebró el contrato del Fideicomiso Financiero Bosques del Uruguay que tiene como objeto la compra de inmuebles rurales situados dentro del territorio de la República Oriental del Uruguay, los cuales serán destinados al desarrollo de la actividad forestal. La adquisición de inmuebles rurales se podrá realizar también mediante la celebración de promesas de enajenación de inmuebles a plazo.

9.22 – Fideicomiso Financiero Grinor Ciudad de la Costa

Mediante contrato del 23 de octubre de 2014 se constituyó el Fideicomiso Financiero Grinor Ciudad de la Costa. La finalidad del mismo es la obtención de financiamiento a largo plazo a efectos de abonar los costos de las obras bajo la Licitación, todo esto mediante la securitización de los Créditos, mediante la emisión de oferta pública por parte del Fiduciario de Títulos de Deuda garantizados con los bienes fideicomitados transferidos por el Fideicomitente.

NOTA 10 – RIESGOS FINANCIEROS

Las actividades de la Sociedad están alcanzadas por los riesgos financieros inherentes a su actividad. Los riesgos financieros a los que se encuentra expuesta la Sociedad son: riesgo de crédito, riesgo de liquidez y riesgo de mercado que incluyen los riesgos de las variaciones del tipo de cambio, riesgo de precios y los cambios en la tasa de interés.

La administración del riesgo es ejecutada por la Gerencia bajo políticas aprobadas por el Directorio. El Directorio es quien establece y supervisa las políticas de la Sociedad.

10.1 - Riesgo de crédito

Es el riesgo de que los clientes o la contraparte de un instrumento financiero no cumplan con sus obligaciones de pagos causando una pérdida financiera a la Sociedad.

Para los clientes que requieran créditos y no son sociedades vinculadas, la gerencia realiza análisis específicos. Las cuentas a cobrar son monitoreadas por la gerencia en función de las políticas crediticias establecidas.

10.2 - Riesgo de liquidez

Es el riesgo de que la Sociedad encuentre dificultades en cumplir sus obligaciones asociadas con pasivos financieros. La Gerencia maneja el riesgo de liquidez mediante el mantenimiento de niveles adecuados de disponibilidades que le permitan cumplir con los vencimientos de sus pasivos.

Se realiza un presupuesto de caja en forma anual el cual es revisado periódicamente, en el que se analiza las necesidades de fondos para cumplir con los vencimientos de los pasivos y en base al cual se toma las decisiones de las inversiones a realizar.

En caso de tener necesidades de fondos para cubrir temporalmente desfasajes en su flujo de efectivo, la Sociedad recurre a fuentes de financiamiento a través de sus accionistas o empresas vinculadas.

10.3 - Riesgo de mercado

Es el riesgo de que variaciones en los precios de mercado (tipo de cambio, tasa de interés) afecten los resultados de la Sociedad.

i) Riesgo de tipo de cambio

La Sociedad incurre en el riesgo de tipo de cambio del peso uruguayo respecto al dólar estadounidense y a la Unidad Indexada en su inversión en Bonos del Tesoro Uruguayo, en parte de su facturación y en compras a proveedor de servicios profesionales (Ver posición neta en Nota 4).

La Gerencia monitorea este riesgo de forma de mantener la exposición al mismo en niveles aceptables. A su vez fija las tarifas a sus clientes en base a un análisis que considera las variaciones en el tipo de cambio, determinando los ajustes de precios que sean necesarios sin perder la competitividad de los mismos en el mercado.

ii) Riesgo de tasa de interés

La Sociedad tiene únicamente un pasivo financiero sujeto tasa de interés fija y, adicionalmente, los mismos se valúan a costo amortizado por lo que no se encuentra expuesta de forma significativa al riesgo de tasa de interés.

Valor razonable

Los valores contables de activos y pasivos financieros se encuentran sustancialmente expresados en UI, por lo cual el riesgo implícito es el riesgo de tipo de cambio explicado en la nota 10.3.i.

NOTA 11 – IMPUESTO A LA RENTA

11.1 – Composición del resultado por impuestos

	<u>31/12/2014</u>	<u>31/12/2013</u>
Impuesto corriente	(967.955)	(1.026.623)
Total	(967.955)	(1.026.623)

11.2 – Reconciliación del resultado del ejercicio y el gasto por impuesto

	<u>31/12/2014</u>	<u>31/12/2013</u>
Resultado del ejercicio antes del impuesto a la renta	4.554.913	4.410.448
Impuesto a la tasa vigente	(1.138.728)	(1.102.612)
Items de reconciliación		
Ajuste por inflación	374.155	173.567
Gastos no admitidos	(217.910)	-
Impuestos no deducibles	(45.059)	(93.639)
Otros	59.587	(3.939)
Total	(967.955)	(1.026.623)

NOTA 12 – HECHOS POSTERIORES

A la fecha de presentación de los presentes estados financieros no existen otros hechos que puedan afectar a la Sociedad en forma significativa.

Deloitte S.C.
Juncal 1385, Piso 11
Montevideo, 11.000
Uruguay

Tel: +598 2916 0756
Fax: +598 2916 3317

www.deloitte.com/uy