MODELO DE PROSPECTO DE EMISIÓN DE LA PRIMERA SERIE DEL FIDEICOMISO FINANCIERO

CAMPIGLIA & PILAY I

PROSPECTO DE EMISIÓN DE LA EMISIÓN SERIE 1

ÍNDICE

I. DECLARACIÓN

II. ANTECEDENTES

III. TÉRMINOS Y CONDICIONES DE LA COLOCACIÓN

IV. DEFINICIONES

V. ESTRUCTURA JURÍDICA DE PILAY URUGUAY ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S. A. ACCIONISTAS DE LA SOCIEDAD. COMPOSICIÓN DEL DIRECTORIO:
CURRICULUMS VITAE

VI. ESTRUCTURA JURÍDICA DE TECNOREL S.A.- ACCIONISTAS- COMPOSICIÓN DEL DIRECTORIO

VII. SEGURIDADES A BRINDAR A LOS FIDEICOMITENTES

VIII. RÉGIMEN TRIBUTARIO

IX. DOCUMENTACIÓN DE LA SERIE 1

X. ÓRGANOS DEL FIDEICOMISO

XI. FIDEICOMISO CAMPIGLIA PILAY (40893 09)

ESTADOS CONTABLES
EJERCICIO TERMINADO AL 31 DE DICIEMBRE DE 2010
CON DICTAMEN DEL AUDITOR
CONTENIDO
· Dictamen del auditor
· Estado de situación patrimonial
· Estado de resultados
· Estado de evolución del patrimonio
· Estado de Flujos de Efectivo
· Anexo - Cuadro de bienes de uso y depreciaciones
· Notas a los estados contables
UY$ - Pesos uruguayos
USD - Dólares estadounidenses

XII. RIESGOS DE LA OPERACIÓN

XIII. INFORME CALIFICACIÓN DE RIESGOS

XIV. LEY Y JURISDICCIÓN APLICABLE

XV. NOTIFICACIONES

XVI. CUSTODIA DEL DOCUMENTO DE EMISIÓN

XVII. TRANSMISIÓN

XVIII. TEXTO CONTRATO DE FIDEICOMISO FINANCIERO CAMPIGLIA & PILAY I.

I. DECLARACIÓN:

"Valor Inscripto en el Registro de Valores del Banco Central del Uruguay por resolución de fecha 12 de julio del corriente (Comunicación 2011/113).
Esta inscripción sólo acredita que se ha cumplido con los requisitos establecidos legalmente 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. La veracidad de la información contable, financiera y económica, así como de toda otra información suministrada en el presente prospecto, es de exclusiva responsabilidad del Directorio de Pilay Uruguay Administradora de Fondos de Inversión S.A. y en lo que es de su competencia, de los auditores que suscriben los informes sobre los estados contables que se acompañan.
El Directorio de la Fiduciaria manifiesta, con carácter de Declaración Jurada, que el presente prospecto contiene, a la fecha de su publicación, información veraz y suficiente sobre todo hecho relevante que pueda afectar la situación patrimonial, económica y financiera del Fideicomiso y de toda aquella que deba ser de conocimiento del público inversor con relación a la emisión, conforme a las normas legales y reglamentarias vigentes".
Pilay Uruguay Administradora de Fondos de Inversión S.A. manifiesta que toda la información contenida en este prospecto es fiel y veraz en todos sus aspectos materiales.
Al adoptar la decisión de invertir, los inversores deben basarse exclusivamente en su propio análisis de los instrumentos que se les ofrecen y de los riesgos asociados al mismo. El inversor debe atender que Pilay Uruguay Administradora de Fondos de Inversión S.A. no se responsabiliza ni garantiza el pago de las inversiones representadas en los certificados de participación, pero sí se compromete a administrar los recursos aportados al Fideicomiso con la prudencia, responsabilidad y eficiencia de un buen hombre de negocios.
En la Sección XI del contrato de Fideicomiso, apartados “11.1” y “11.2” se regulan las responsabilidades e indemnidades de la Fiduciaria quien será responsable con su propio patrimonio por su actuación sólo en caso de haber incurrido en grave incumplimiento de las obligaciones a su cargo como consecuencia de haber obrado con dolo o culpa grave atribuible exclusivamente a ella, calificada como tal por laudo definitivo y firme dictado por los tribunales arbitrales competentes.

Salvo lo establecido en el supuesto anterior, todas las obligaciones asumidas por la Fiduciaria en su calidad de tal, serán satisfechas exclusivamente con los Bienes Fideicomitidos, de acuerdo con el artículo 8 de la Ley Nro. 17.703 del 27/10/2003, salvo los impuestos que correspondan exclusivamente a la Fiduciaria, a título personal y no como la Fiduciaria del Fideicomiso.
El presente prospecto, del cual forman parte integrante los anexos I a VI, contiene información necesaria, para que los inversores puedan formular un juicio fundado sobre la respectiva emisión. El mismo no constituye una recomendación para el inversor, debiendo éste tomar su decisión en base a información que procure por sus propias fuentes. Se emite al amparo de lo dispuesto en la ley 18.627, así como demás normas reglamentarias y complementarias, vigentes o que se dicten.
Todo lo que no se encuentra expresamente definido en el presente documento tendrá el significado que se le asigna en el Contrato de Fideicomiso Financiero Campiglia & Pilay I.

II. ANTECEDENTES

1. En fecha 24 de AGOSTO de 2009, las firmas PILAY URUGUAY S.A, TECNOREL S.A (empresa integrante del grupo CAMPIGLIA CONSTRUCCIONES), y los señores Germán Campiglia, titular de la cedula de identidad numero 2.762.577-2, de nacionalidad uruguaya, de estado civil casado y con domicilio en la calle Vilardebó Nro. 1157 de la ciudad de Montevideo; Álvaro Piña, titular de la cedula de identidad número 1.489.331-4, de nacionalidad uruguaya, de estado civil casado y con domicilio en 26 de marzo 3486 entrepiso 101; y Javier Vigo Leguizamón, titular de la libreta de enrolamiento Nº 8485039, de nacionalidad argentina, de estado civil casado y con domicilio en la calle Juncal 1305 piso 21 de la ciudad de Montevideo (en adelante solamente “Los Fideicomitentes A”) celebraron un contrato de Fideicomiso de Administración de acuerdo con las disposiciones de la Ley 17.703 a la vez de prometer celebrar un contrato de arrendamiento de obras por el sistema de economía y administración regulado por los artículos 1831, 1833, 1834, 1840, 1841, 1843, 1844, 1845, 1848, 1849, 1850, 1854 y siguientes del Código Civil.

2. I) El “FIDEICOMISO CAMPIGLIA & PILAY” fue constituido el 24 de agosto de 2009 por documento privado con firmas certificadas por las Escribanas Sandra Citera Gutiérrez y María Eugenia Camacho en igual fecha y protocolizado por esta última en igual fecha, cuyo primer testimonio fue inscripto en el Registro de Actos Personales con el número 40893 el

01.09.2009. El respectivo fideicomiso está inscripto en el Registro Único Tributario de la Dirección General Impositiva con el número 21 638428 0012, en el Banco de Previsión Social con el número 5238565 y su domicilio fiscal es en Bulevar General Artigas número 456 de Montevideo. El referido contrato fue modificado por documento privado de fecha 28 de octubre de 2009 con firmas certificadas por las Escribanas María Eugenia Camacho y Sandra Citera en igual fecha y protocolizado por esta última en igual fecha, cuyo primer testimonio fue inscripto en el Registro de Actos Personales con el número 13005 el 13.04.2010. De la documentación referida surge que "PILAY URUGUAY S.A", es Fiduciaria del "FIDEICOMISO CAMPIGLIA & PILAY". II) A) Pilay Uruguay Administradora de Fondos de Inversión S.A, es persona jurídica hábil y vigente, constituida como Southern Lagoon Sociedad Anónima por Acta suscrita en la ciudad de Montevideo el 7 de febrero de 2007, certificada en igual fecha y lugar por el Escribano Uberfil Zeballos. Sus estatutos fueron aprobados por Auditoría Interna de la Nación el 3 de mayo de 2007, protocolizados el 10 de mayo de 2007 con el número 11924 y debidamente publicado en el Diario Oficial y Depso Prensa. B) Por Acta de Asamblea de fecha 10 de agosto de 2009 se resolvió la modificación del estatuto de la referida sociedad de la que surge su cambio de denominación a Pilay Uruguay Sociedad Anónima, la que fue aprobada por la Auditoría Interna de la Nación el 23 de febrero de 2010 y protocolizada por la Escribana Lorena Speranza D´Isabella en Montevideo el 10 de marzo de 2010, cuyo primer testimonio fue inscripto en el Registro de Personas Jurídicas sección Comercio con el número 2804 el 12 de marzo de 2010 y debidamente publicado en el Diario Oficial y Periódico Profesional. C) Según surge de sus estatutos la representación de la sociedad la ejerce el Presidente

o Vicepresidente indistintamente o dos directores actuando conjuntamente. D) Se cumplió con la declaratoria prevista en el artículo 13 de la ley 17.904 por escritura que en Montevideo autorizó la Escribana Lorena Speranza el 2 de abril de 2009 y cuya primera copia fue inscripta en el Registro de Personas Jurídicas sección Comercio con el número 4200 el 3 de abril de 2009, de la cual surge que se designó por acta de fecha 24.03.2009 a Javier Vigo Leguizamón como Presidente del Directorio, quien está vigente en su cargo. E) Se encuentra inscripta en el Registro Único Tributario con el número 21 550053 0018. F) Por Acta de Asamblea de fecha 29 de noviembre de 2010 se resolvió la modificación del estatuto de la referida sociedad de la que surge que: "CAPITULO I Tipo Social, Nombre, Plazo y Domicilio.- Artículo 1°.- A) Se constituye una Sociedad Anónima que se denomina: Pilay Uruguay Administradora de Fondos de Inversión Sociedad Anónima.- B) Su plazo es de cien años desde hoy. C) Se domiciliará en Montevideo, y podrá tener ramificaciones dentro y fuera del país". "CAPÍTULO II.- Objeto.- Artículo 2°.- Administración de Fondos de Inversión y de Fideicomisos Financieros conforme a las leyes 16.774 y 17.703, concordantes y modificativas". "CAPITULO III.- Capital y Acciones.- Artículo 3°.- A) Formado con títulos de una o más acciones ordinarias nominativas de $ 1.- cada una, el capital será de $ 6.000.000 (pesos uruguayos seis millones). B) La Asamblea General Extraordinaria de Accionistas, con el voto favorable de la mayoría absoluta de acciones con derecho a voto, podrá aumentarlo sin necesidad de conformidad administrativa; la Asamblea podrá delegar en el Directorio o en el Administrador, en su caso, la época de emisión, la forma y condiciones de pago". G) JAVIER AGUSTIN VIGO, acredita su calidad de mandatario según poder general que en Montevideo se otorgara el 16 de agosto de 2010, vigente.

III. TÉRMINOS Y CONDICIONES DE LA COLOCACIÓN

1. EMISIÓN DE TÍTULOS DE DEUDA SERIE 1

MONTO Y MONEDA: Hasta US$ 1.200.000 (Un millón doscientos mil dólares estadounidenses).

INTERESES: 5 % (cinco por ciento) anual efectiva sobre saldos de capital adeudados.

FECHA DE PAGO DE INTERESES: 28 de diciembre de cada año.

AMORTIZACIONES: Los títulos de deuda serie 1 tienen un vencimiento teórico el 31 de diciembre de 2015 que se cumplirá de acuerdo al mismo porcentaje en que se cumplan los compromisos constructivos previstos en el contrato de Fideicomiso Financiero Campiglia & Pilay I como 'Ritmo de Adjudicación'. El plazo legal para la cancelación de los títulos de deuda serie 1 será el 31 de diciembre de 2031.

Los Fideicomitentes A tendrán derecho: 1. A percibir anualmente, el 28 de diciembre de cada año y/o el día hábil siguiente si aquel resultare feriado, y con un orden de prelación prioritario sobre cualquier otra obligación del Fideicomiso, el interés del 5 % efectivo anual calculado sobre los saldos de los importes por ellos aportados y que dieran origen a la emisión de los títulos de deuda; 2. A que el capital de los títulos de deuda se amortice, siempre que se hubiera previamente cumplido con los compromisos constructivos previstos para el respectivo año en el apartado "4.2. Ritmo de Adjudicación" del Contrato, calculados

conforme los ingresos efectivamente percibidos, en las siguientes proporciones: 28.12.2012: diez por ciento (10%); 28.12.2013: veinte por ciento (20%); 28.12.2014: veinte por ciento (20%); 28.12.2015: cincuenta por ciento (50%). En los primeros diez días del mes de diciembre de cada año y mientras existan saldos de los títulos de deuda pendientes de pago, la Fiduciaria informará al representante de los Fideicomitentes A y B, y publicará en la página web del Fideicomiso, los compromisos constructivos exigibles en el respectivo año, conforme los ingresos efectivamente percibidos hasta el mes de noviembre inclusive de ese año, y el porcentaje en que dicho compromiso ha sido cumplido, informe que deberá haber sido auditado por la Auditoría Externa. A tal fin valorará lo efectivamente invertido en ese período de tiempo en la construcción de los inmuebles previstos en el Contrato de Fideicomiso, incluido lo invertido en la compra de los respectivos terrenos, y en el pago de los honorarios de los profesionales intervinientes en la confección de los planos, elaboración de los proyectos e instrumentación de las escrituras públicas de adquisición del dominio y todo otro gastos exigible e inherente a la citada construcción. El pago de las amortizaciones de los títulos de deuda se efectuará en el mismo porcentaje en que los compromisos constructivos hayan sido cumplidos en el respectivo período, y se abonará el 28 de diciembre del año respectivo o el día hábil siguiente si fuera feriado; 3. Sin perjuicio de lo consignado en el apartado precedente, los Fideicomitentes A tendrán, en el año 2031, un derecho prioritario sobre cualquier otra obligación exigible al Fideicomiso, para que les sea amortizado, antes del 31 de diciembre de ese año, el remanente del capital de los títulos de deuda que no se hubiera cancelado en los años precedentes.
La Fiduciaria reservará todos los meses un 15% de los ingresos realizados por los Fideicomitentes B a fin de asegurar el pago semestral de capital e interés de los títulos de deuda serie 1.

PRECIO: 100%

FECHA DE EMISIÓN: Dentro de los treinta (30) días siguientes al momento en que el BCU proceda a registrar la oferta pública, la Fiduciaria procederá a suscribir los títulos de deuda y los adjudicará a los Fideicomitentes A conforme los aportes realizados por cada uno de ellos hasta la fecha de emisión.
MODIFICACIONES DE LOS TÉRMINOS Y CONDICIONES DE LA EMISIÓN. Para modificar los términos y condiciones de la emisión de los títulos de deuda se requerirá el consentimiento de los titulares que resulten tenedores de al menos el 75 % de los títulos de deuda emitidos.

2. EMISIÓN DE CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN SERIE 1

2.1. Denominación de los Certificados de participación de la Serie 1

La emisión global de los Certificados de Participación de la Serie 1 se realizará a través de emisiones parciales de 9 (nueve) Tramos de Certificados de Participación que identifican derechos y obligaciones diferentes en el Contrato de Fideicomiso y que se denominarán de la siguiente manera:
Certificados de Participación "S1B1CS"
Certificados de Participación "S1B1CE"
Certificados de Participación "S1B1CT"
Certificados de Participación "S1B1CA"
Certificados de Participación "S1B2CS"
Certificados de Participación "S1B2CE"
Certificados de Participación "S1B2CT"
Certificados de Participación "S1B2CA"
Certificados de Participación "S1BCMC"

2.2 Ratificación y aceptación.

La adquisición por parte de los Titulares del S1B1CS o del S1B2CS supone la ratificación y aceptación por parte de los Titulares del Documento de Emisión, del Prospecto y del Contrato de Fideicomiso así como de todos los demás contratos, estipulaciones, términos y condiciones de la emisión de los Certificados de Participación.

2.3 Términos y condiciones de las Certificados de Participación

Por el documento de emisión el Fiduciario por el FIDEICOMISO FINANCIERO CAMPIGLIA & PILAY I emite Certificados escriturales de participación 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 de Emisión, el Contrato de Fideicomiso de Administración Campiglia & Pilay, su modificación en FIDEICOMISO FINANCIERO CAMPIGLIA & PILAY I y en el Documento de Emisión.

Para modificar los términos y condiciones de la emisión de los certificados de participación se requerirá el consentimiento del 75 % de los titulares de tales certificados.

2.4 Monto y moneda

El monto total de la emisión de Certificados de Participación de la Serie 1 es de hasta $ 10.757.864.152 (Diez mil setecientos cincuenta y siete millones ochocientos sesenta y cuatro mil ciento cincuenta y dos Pesos) reajustables conforme a la cláusula 5.2 del contrato de Fideicomiso Financiero, a emitir de acuerdo al siguiente detalle por TRAMOS.

2.5 Monto y moneda de los Certificados de Participación S1B1CS

El monto total de los Certificados de Participación S1B1CS es de hasta $ 11.812.500 (once millones ochocientos doce mil quinientos Pesos) reajustables.
El valor nominal de cada Certificado de Participación S1B1CS es de $ 4.725 (cuatro mil setecientos veinticinco pesos) reajustables.

2.6 Monto y moneda de los Certificados de Participación S1B1CE

El monto total de los Certificados de Participación S1B1CE es de hasta $ 1.246.734.720 (mil doscientos cuarenta y seis millones setecientos treinta y cuatro mil setecientos veinte Pesos) reajustables.
El valor nominal de cada Certificado de Participación S1B1CE es de $ 3.465 (tres mil cuatrocientos sesenta Pesos), reajustables.

2.7 Monto y moneda de los Certificados de Participación S1B1CT

El monto total de los Certificados de Participación S1B1CT es de hasta $ 2.774.217.600 (dos mil setecientos setenta y cuatro millones doscientos diecisiete mil seiscientos Pesos) reajustables.
El valor nominal de cada Certificado de Participación S1B1CT es de $ 11.550 (once mil quinientos cincuenta Pesos), reajustables.

2.8 Monto y moneda de los Certificados de Participación S1B1CA

El monto total de los Certificados de Participación S1B1CA es de $ 346.500.000 (trescientos cuarenta y seis millones quinientos mil Pesos) reajustables.
El valor nominal de cada Certificado de Participación S1B1CA es de $ 3.465 (tres mil cuatrocientos sesenta y cinco Pesos) reajustables.

2.9 Monto y moneda de los Certificados de Participación S1B2CS

El monto total de los Certificados de Participación S1B2CS es de hasta $ 11.812.500 (once millones ochocientos doce mil quinientos Pesos) reajustables.
El valor nominal de cada Certificado de Participación S1B2CS es de $ 4.725 (cuatro mil setecientos veinticinco pesos) reajustables

2.10 Monto y moneda de los Certificados de Participación S1B2CE

El monto total de los Certificados de Participación S1B2CE es de hasta $ 1.679.624.100,00 (mil seiscientos setenta y nueve millones seiscientos veinticuatro mil cien pesos) reajustables
El valor nominal de cada Certificado de Participación S1B2CE es de $ 4.725 (cuatro mil setecientos veinticinco pesos), reajustables.

2.11 Monto y moneda de los Certificados de Participación S1B2CT

El monto total de los Certificados de Participación S1B2CT es de hasta $ 3.812.862.732 (tres mil ochocientos doce millones ochocientos sesenta y dos mil setecientos treinta y dos pesos) reajustables
El valor nominal de cada Certificado de Participación S1B2CT es de $ 15.593 (quince mil quinientos noventa y tres pesos), reajustables.

2.12 Monto y moneda de los Certificados de Participación S1B2CA

El monto total de los Certificados de Participación S1B2CA es de hasta $ 472.500.000 (cuatrocientos setenta y dos millones quinientos mil pesos) reajustables.
El valor nominal de cada Certificado de Participación S1B2CA es de $ 4.725 (cuatro mil setecientos veinticinco Pesos) reajustables.

2.13 Monto y moneda de los Certificados de Participación S1BCMC

El monto total de los Certificados de Participación S1BCMC es hasta $ 401.800.000 (cuatrocientos un millones ochocientos mil Pesos) reajustables.
El valor nominal de cada Certificado de Participación S1BCMC es de $ 1.000 (Mil Pesos), reajustables.

Para calcular el monto total de los certificados de participación S1BCMC se han tomado los siguientes parámetros: 1. Se ha estimado que el setenta por ciento (70%) de los Fideicomitentes B, o sea 3.500 Fideicomitentes, optarán por alguna de las modalidades de packs mejoras descriptas en el apartado "3.1" del contrato de Fideicomiso Financiero Campiglia & Pilay I, las cuales en su opción más económica tenían a enero de 2011 un aporte mensual de $ 210 (pack 1) y en su opción más costosa,(pack 4) el aporte mensual a la misma fecha ascendía a $ 610. El promedio entre ambos tipos de aportes es de $ 410, valor que multiplicado por el número de 3.500 Fideicomitentes y por los 280 aportes mensuales previstos, arroja la cifra de $ 401.800.000 por el cual se emitieron los certificados de participación S1BCMC.

2.14 Reajuste de los Certificados de Participación

El valor de los Certificados de Participación se reajustará el último día de cada mes, de acuerdo a la variación que resulte mayor entre la verificada en el ICC y la verificada en la fórmula paramétrica definida en la Sección 6.2.c) del Contrato de FIDEICOMISO FINANCIERO CAMPIGLIA & PILAY I y siempre que se hubieren verificado incrementos.

2.15 Calendario de emisiones y obligaciones de pago

Cada tramo de certificados de participación se emitirá mensualmente.

Los Titulares deberán efectuar el pago correspondiente a cada Certificado de Participación con anterioridad al día 10 de cada mes.

Dentro de los ciento veinte (120) días siguientes a la precitada registración, procederá asimismo a emitir el certificado de participación correspondiente a las cuotas de suscripción y espera abonadas por los 529 Fideicomitentes B que adhirieran al Fideicomiso de Administración Campiglia & Pilay entre el 1 de octubre de 2009 y el 30.10.2010. Los Fideicomitentes B que ingresaron al Fideicomiso Campiglia & Pilay antes de su transformación de Fideicomiso de Administración a Fideicomiso Financiero, serán incorporados a la Serie 1, según la opción constructiva que hubieran elegido al adherir al mismo, asignándosele para la opción un dormitorio certificados de participación S1B1 y para la de dos dormitorios certificados de participación S1B2, quienes mantendrán en plenitud sus derechos y obligaciones.

2.16 Garantías

Los certificados de participación están únicamente garantizados y serán exclusivamente honrados con el patrimonio del Fideicomiso, en las condiciones establecidas en el Contrato de Fideicomiso Financiero Campiglia & Pilay I.

Al adquirir los certificados de participación, los Titulares comprenden y aceptan que los derechos emergentes del Certificado de Participación están sujetos a los términos, condiciones y limitaciones que se indican en el Contrato de Fideicomiso Financiero Campiglia & Pilay I y que en ningún caso el Documento de Emisión modifica, extiende o anula las estipulaciones expresamente contenidas en el Contrato de Fideicomiso Financiero referido.

2.17 Limitación de la responsabilidad

Con excepción de los impuestos que corresponden al Fiduciario a título personal y los daños y perjuicios que eventualmente éste debiera indemnizar de acuerdo a lo establecido en este prospecto de emisión, los bienes de la Fiduciaria 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 17.703 del 27.10.2003. El Fiduciario, sus socios, administradores y dependientes, serán mantenidos indemnes por el Fideicomitente de cualquier reclamo, acción, requerimiento, multa, sanción o cualquier otro daño material o moral que hubieran sufrido o pudieran sufrir en ejercicio de sus tareas en relación con o vinculado al presente Fideicomiso, salvo que ello sea consecuencia de la actuación de cualquiera de las personas nombradas, mediando culpa grave o dolo declarado en juicio por sentencia judicial pasada en autoridad de cosa juzgada o por laudo arbitral, según el caso. Todo costo, daño o pérdida, incluyendo el resultado de condenas judiciales que sufra el Fiduciario con motivo o resultado de su actuación en dicho carácter, será indemnizado por el Fideicomitente siempre que el Fiduciario o cualquiera de las personas nombradas no hubiera obrado con culpa grave o dolo declarado en juicio por sentencia judicial pasada en autoridad de cosa juzgada o por laudo arbitral, según el caso.

2.18 Derechos y obligaciones de los titulares de los Certificados de Participación:

2.18.1 Adjudicación a todos los Fideicomitentes

Todos los Fideicomitentes B reciban a lo largo del plazo contractual una casa y/o un departamento, a construir con las características definidas en la SECCIÓN III del mismo. Mediante la firma de Convenio de Adhesión, los Fideicomitentes B elegirán la opción constructiva prevista en la Sección III, apartado 3.1, del Contrato de Fideicomiso. Los Fideicomitentes B podrán solicitar que en vez del departamento con el que resultara beneficiado en los actos de adjudicación se le construya, por igual costo constructivo, o de ser mayor aportando durante el período constructivo la diferencia correspondiente, una casa en las condiciones fijadas en el contrato de Fideicomiso Financiero Campiglia & Pilay I. Los Fideicomitentes B accedan a sus unidades por dos modalidades de adjudicación: *a. Adjudicación por mayor aporte dinerario adelantado; b. Adjudicación por mayor puntaje*. A partir del momento en que resulte ganador adquiere el derecho a que le sea adjudicada la unidad.

2.18.2 Obligaciones de los Titulares de los Certificados de Participación

Se destacan como obligaciones principales de los Titulares de los Certificados de Participación las siguientes: (a) adquirir el Certificado de Participación S1B1CS o S1B2CS según la opción constructiva elegida al momento de adherir al Fideicomiso; b) adquirir 240 Certificados de Participación S1B1CE o S1B2CE, según la opción constructiva elegida, cada uno en forma mensual y consecutiva. (c) A partir del momento que concluya la construcción de la casa y/o departamento pactado, y se les entregue la tenencia del mismo, a sustituir la obligación de pago prevista en el literal (b) que antecede por la adquisición de tantos Certificados de Participación S1B1CT o S1B2CT, según la opción constructiva elegida, cada uno en forma mensual y consecutiva, como le falten para completar el número total de Cuotas previstas en tal Cláusula. Para determinar su número se deducirán el número de certificados adquiridos con anterioridad en carácter de Fideicomitente B o Fideicomitente B beneficiado. (d) adquirir, en los meses de enero y julio de cada año, 1 Certificado de Participación S1B1CA o S1B2CA, según la opción constructiva elegida. (e) los Fideicomitentes B que hayan optado por una Casa de mayor metraje, o requerido mejoras constructivas, adquirir los Certificados de Participación S1BCMC que corresponda-

2.19 Entidad registrante y registro de los Certificados de Participación

La Fiduciaria actúa como Entidad Registrante de la emisión, siendo la encargada de llevar el Registro de acuerdo a los términos incluidos en el Documento de Emisión.

La Fiduciaria llevará el Registro de los Valores, así como cuentas de cada uno de los suscriptores de los Certificados de Participación. También se inscribirán en el Registro todos los negocios jurídicos que se realicen con los Certificados de Participación y cualquier otra mención que derive de sus respectivas situaciones jurídicas así como sus modificaciones.

2.20 Comunicaciones

Todas las notificaciones, solicitudes, demandas u otras comunicaciones que la Fiduciaria realice a los Titulares, se considerarán debidamente efectuadas cuando las mismas se realicen por escrito por cualquier medio fehaciente o telegrama colacionado con acuse de recibo, al domicilio que el Titular haya declarado en el Registro que lleva la Fiduciaria.

2.21 Autorización para la oferta pública

Por resolución de fecha 12 de julio de 2011 del corriente (comunicación 2011/113), la emisión de Certificados de Participación en el FIDEICOMISO FINANCIERO CAMPIGLIA & PILAY I fue inscripta en Registro de Valores del Banco Central del Uruguay.

2.22 Transmisión

Los Certificados de Participación en el dominio fiduciario, pertenecientes al Fideicomitente B, y derivados de suscripción del Convenio de Adhesión al Fideicomiso serán transmitidos por cesión realizada por instrumento público o privado, debiéndose solicitar la previa aprobación por la Fiduciaria respecto al origen legítimo de los fondos y solvencia del posible cesionario.

Tratándose de un valor emergente de un contrato de Fideicomiso Financiero, el cesionario quedará colocado en la posición del cedente no teniendo un derecho autónomo, pudiéndosele oponer las excepciones que habría podido invocar la Fiduciaria frente al cedente porque el derecho del cesionario es un derecho derivado del derecho del cedente.

2.23 Plan de Marketing

Ha sido diseñado con el objetivo de lograr la incorporación de 5.000 Fideicomitentes, distribuidos por mitades entre las opciones de uno y dos dormitorios. Se parte de la existencia de 529 Fideicomitentes incorporados al Fideicomiso Campiglia & Pilay, entre el 1 de octubre de 2009 y el 30.10.2010, porcentaje que podría incrementarse como consecuencia de la transformación en Fideicomiso Financiero. De ellos 491 están activos quienes están debidamente informados sobre el requerimiento del Banco Central del Uruguay para que el Fideicomiso de Administración se transforme en Financiero, por nota oportunamente remitida en fecha 8 de noviembre de 2010, no han formulado objeciones continuando normalmente con sus pagos. Dicha transformación puede ser decidida por la Fiduciaria en el marco de lo previsto por la cláusula **"13.2 (Situaciones No Previstas)"** del contrato de Fideicomiso Campiglia & Pilay la cual faculta a la Fiduciaria a resolver equitativa y razonablemente toda situación no prevista en su texto, así como a adoptar cuanta medida resulte necesaria para proteger los intereses de los Fideicomitentes B y los objetivos para los cuales se constituyó el Fideicomiso. La transformación en Fideicomiso Financiero requerida por el Banco Central se adecua a los presupuestos previstos en tal cláusula, pues se trata de una situación no prevista y la decisión de transformarlo en Financiero se adopta en protección de los intereses de los Fideicomitentes B y para poder dar cumplimiento a las obligaciones constructivas previstas en el contrato.

La Fiduciaria cuenta a junio de 2011 con la siguiente estructura para llevar adelante la política de comercialización y administración del Fideicomiso:

NOMINA DEL PERSONAL:

29220491N VIGO JAVIER AGUSTÍN 01/11/2009 GERENTE
2798065-7 LATEULADE GERALDINE 27/07/2009 CONTADORA
2916905-1 CICALA MARIA VICTORIA 27/07/2009 LOGÍSTICA
4199386-2 ZERPA VIVIANA 02/06/2010 RECEPCIONISTA
3816563-2 FRUGONI LUCIA 05/07/2010 RESP. MARKETING Y COMUNICACIÓN
3458682-4 ANCHETA LAURA 20/04/2010 CONTADORA
3973399-5 IAFIGLIOLA FIORELLA 27/07/2009 AUX DE VENTAS
10988594 LAFRANCHI GUSTAVO 12/11/2009 GERENTE COMERCIAL
1899853-6 SCREMINI MARIA 27/07/2009 ASESOR COMERCIAL
2662898-3 BORIO CAROLINA 27/07/2009 ASESOR COMERCIAL
3256498-1 QUINTANA ESTELA 27/07/2009 ASESOR COMERCIAL
1510734-8 HEGUERTE MARTA 12/08/2009 ASESOR COMERCIAL
1974473-6 CORREA SANTIAGO 27/07/2009 ASESOR COMERCIAL
1329801-0 AMORIM ANA 05/11/2009 ASESOR COMERCIAL
1757765-6 MARTINEZ MARIA CECILIA 05/11/2009 ASESOR COMERCIAL
1857387-7 CHAPUIS ALBERTO 05/11/2009 ASESOR COMERCIAL
1634692-1 MONTOLI ADRIANA 05/11/2009 ASESOR COMERCIAL
3488616-5 RODRIGUEZ ANDRES 05/11/2009 ASESOR COMERCIAL
1246414-3 OLAZABAL ELSA 23/06/2010 ASESOR COMERCIAL
2579653-9 ROMERO TERESA 23/06/2010 ASESOR COMERCIAL
1986733-8 CONDE PATRICIA 23/06/2010 ASESOR COMERCIAL
1379092-7 GONZALEZ GRACIELA 23/06/2010 ASESOR COMERCIAL
1379864-0 PAGANI SUSANA 23/06/2010 ASESOR COMERCIAL
2880939-1 CANESSA MARIA 04/11/2010 ASESOR COMERCIAL
1965092-9 MATTOS PATRICIA 04/11/2010 ASESOR COMERCIAL
2979922-8 BRUM ALFEO 04/11/2010 ASESOR COMERCIAL
3021210-6 URCELAY ANA 04/11/2010 ASESOR COMERCIAL

Seguidamente se consigna la secuencia de incorporaciones de Fideicomitentes estimada para llegar al objetivo, distribuidas entre las opciones uno y dos dormitorios:

MES		Vtas	Adh	Esp	Pos	Dejan de	Caida	Caida	Lic	Ventas	Adh	Esp	Pos	Dejan de	Caida Vtas	Caida Cartera	Lic
		30				Pagar	10%	0,00%	30	10				Pagar	10%	0,00%	30
	-2	0		0	0	**0**			0	0		0	0	**0**			0
	-1	30	0	0	0				0		10	10	0				0
Ene-10	1	31	30	30	0		3	0	0	11	10	10	0		0	0	0
Feb-10	2	32	58	58	0		3	0	0	12	21	21	0		1	0	0
Mar-10	3	33	87	87	0		3	0	0	13	32	32	0		1	0	0
Abr-10	4	34	116	116	0		3	0	0	14	44	44	0		1	0	0
May-10	5	35	147	147	0		4	0	0	15	56	56	0		1	0	0
Jun-10	6	36	179	179	0		4	0	0	16	70	70	0		2	0	0
Jul-10	7	37	211	211	0		4	0	0	17	85	85	0		2	0	0
Ago-10	8	38	244	244	0		4	0	0	18	100	100	0		2	0	0
Sep-10	9	39	278	278	0		4	0	0	19	116	116	0		2	0	0
Oct-10	10	40	314	314	0		4	0	0	20	133	133	0		2	0	0
Nov-10	11	41	350	350	0		4	0	0	21	152	152	0		2	0	0
Dic-10	12	42	386	386	0		4	0	0	22	171	171	0		2	0	0
Ene-11	13	43	424	424	0		4	0	0	23	190	190	0		2	0	0
Feb-11	14	44	463	463	0		4	0	0	24	211	211	0		2	0	0
Mar-11	15	45	503	503	0		5	0	0	25	233	233	0		2	0	0
Abr-11	16	46	543	543	0		5	0	0	26	256	256	0		3	0	0
May-11	17	47	584	584	0		5	0	0	27	279	279	0		3	0	0
Jun-11	18	48	627	627	0		5	0	0	28	303	303	0		3	0	0
Jul-11	19	49	670	670	0		5	0	0	29	329	329	0		3	0	0
Ago-11	20	50	714	714	0		5	0	0	30	355	355	0		3	0	0
Sep-11	21	51	759	759	0		5	0	0	31	382	382	0		3	0	0
Oct-11	22	52	805	805	0		5	0	0	32	410	410	0		3	0	0
Nov-11	23	53	852	852	0		5	0	0	33	439	439	0		3	0	0
Dic-11	24	54	899	899	0		5	0	0	34	469	469	0		3	0	0
Ene-12	25	55	948	948	0		6	0	0	35	499	499	0		3	0	0
Feb-12	26	56	998	998	0		6	0	0	36	531	531	0		4	0	0
Mar-12	27	57	1048	1048	0		6	0	0	37	564	564	0		4	0	0
Abr-12	28	58	1099	1099	0		6	0	0	38	597	597	0		4	0	0
May-12	29	59	1151	1151	0		6	0	0	39	631	631	0		4	0	0
Jun-12	30	60	1205	1205	0		6	0	0	40	666	666	0		4	0	0
Jul-12	31	61	1259	1259	0		6	0	0	41	703	703	0		4	0	0
Ago-12	32	62	1313	1313	0		6	0	0	42	740	740	0		4	0	0
Sep-12	33	63	1369	1369	0		6	0	0	43	777	777	0		4	0	0
Oct-12	34	64	1426	1426	0		6	0	0	44	816	816	0		4	0	0
Nov-12	35	65	1484	1484	0		7	0	0	45	856	856	0		4	0	0
Dic-12	36	66	1542	1542	0		7	0	0	46	897	897	0		5	0	0
Ene-13	37	67	1601	1601	0		7	0	0	47	938	938	0		5	0	0
Feb-13	38	68	1662	1662	0		7	0	0	48	980	980	0		5	0	0
Mar-13	39	69	1723	1723	0		7	0	0	49	1024	1024	0		5	0	0
Abr-13	40	70	1785	1785	0		7	0	0	50	1068	1068	0		5	0	0
May-13	41	71	1848	1848	0		7	0	1050	51	1113	1113	0		5	0	0
Jun-13	42	72	1912	1842	70		7	0	0	52	1159	1159	0		5	0	0
Jul-13	43	73	1977	1907	70		7	0	0	53	1206	1206	0		5	0	0
Ago-13	44	74	2042	1972	70		7	0	0	54	1254	1254	0		5	0	0
Sep-13	45	75	2109	2039	70		8	0	0	55	1302	1302	0		5	0	0
Oct-13	46	76	2177	2107	70		8	0	0	56	1352	1352	0		6	0	0
Nov-13	47	77	2245	2175	70		8	0	0	57	1403	1403	0		6	0	0
Dic-13	48	78	2314	2244	70		8	0	0	58	1454	1454	0		6	0	450
Ene-14	49	79	2384	2314	70		8	0	0	59	1506	1476	30		6	0	0
Feb-14	50	80	2456	2386	70		8	0	0	60	1559	1529	30		6	0	0
Mar-14	51	81	2528	2458	70		8	0	0	61	1614	1584	30		6	0	0
Abr-14	52	82	2600	2530	70		8	0	1050	62	1669	1639	30		6	0	0
May-14	53	83	2674	2534	140		8	0	0	63	1724	1694	30		6	0	0
Jun-14	54	84	2749	2609	140		8	0	0	64	1781	1751	30		6	0	0
Jul-14	55	85	2825	2685	140		9	0	0	65	1839	1809	30		6	0	0
Ago-14	56	86	2901	2761	140		9	0	0	66	1898	1868	30		7	0	450
Sep-14	57	87	2978	2838	140		9	0	0	67	1957	1897	60		7	0	0
Oct-14	58	88	3057	2917	140		9	0	0	68	2017	1957	60		7	0	0
Nov-14	59	89	3136	2996	140		9	0	0	69	2079	2019	60		7	0	0
Dic-14	60	90	3216	3076	140		9	0	0	70	2141	2081	60		7	0	0
Dic-14	61	3660	3216	3076	140	**0**	363	0	2100	2430	2141	2081	60	**0**	236	0	900

La base de cuarenta Fideicomitentes B a incorporar por mes, incrementada a razón de dos Fideicomitentes más por mes transcurrido, luce razonable acorde al historial de otros lanzamientos del Sistema Pilay.

En el mes de noviembre de 2006 fue lanzado el mismo en la ciudad de Córdoba y al mes de noviembre de 2010 existen 3700 inversores incorporados, siendo el número de ingresantes al sistema entre diciembre 2009 a noviembre de 2010: 1.329.

La ciudad de Córdoba tiene un número de habitantes semejante al de Montevideo.

Con el correr de los meses es natural que los asesores comerciales incrementen su efectividad.

Desde el lanzamiento del Fideicomiso Campiglia & Pilay en octubre de 2009 a diciembre de 2010 hubo solamente un 7 % de caída, representado en los siguientes contratos en mora: Opción (a.1): 12; Opción (a.2): 26. Total 38 contratos sobre un total de 529 Fideicomitentes B incorporados.

2.24 Amortización – Ritmo de adjudicación

Cumpliéndose estrictamente los pagos contemplados en las bases matemáticas y financieras del Fideicomiso, cada subgrupo de 500 (quinientas) personas constituido, tendrá la siguiente secuencia de adjudicaciones:

1° año:	12 unidades;
2° y 3° año:	14 unidades;
4° y 5° año:	16 unidades, en cada año;
6° y 7°. Año:	18 unidades, por año;
8° y 9° año:	20 unidades, por año;
10° y 11° año:	24 unidades, por año;
12° año:	26 unidades;
13° año:	28 unidades;
14° año:	30 unidades;
15° año:	32 unidades;
16° año:	34 unidades;
17° año:	36 unidades;
18° año:	38 unidades;
19° año:	40 unidades;
20° año:	40 unidades que corresponderán a los 40 últimos Fideicomitentes.

Las secuencias de adjudicaciones, serán fijadas por la Fiduciaria y comunicadas a los Fideicomitentes con no menos de 30 (treinta) días de anticipación a la fecha de cada acto.
Todas las adjudicaciones se realizarán según el flujo de fondos disponible y han sido fijadas previendo un 100% (cien por ciento) de pago de los aportes comprometidos por los Fideicomitentes. Si tal porcentaje disminuyera afectará proporcionalmente el número de unidades a entregar, pero no el derecho de los Fideicomitentes que se encuentren al día en el pago de sus obligaciones de recibirlas oportunamente. Las adjudicaciones comenzarán a contarse a partir del momento en que el Fideicomiso quede íntegramente constituido.

2.25 Características de los inmuebles a construir

(a) Opción Departamento - Características Técnicas

El Fideicomiso construirá a través de la Empresa Constructora y adjudicará departamentos en perfectas condiciones de habitabilidad, con construcción tradicional y que se ajustarán a las siguientes descripciones: (i) estructura de hormigón armado y/o metálica, (ii) mampostería de yeso, de ladrillos comunes o huecos, (iii) pisos de madera, piso flotante, granitos, cerámico, moquette, listones símil madera, (iv) revestimientos de cerámica y/u hormigón visto, (v) cielorraso de yeso y/o de hormigón a la vista aplicado sobre la losa, (vi) artefactos sanitarios blancos, (vii) pintura al látex, (viii) puertas placas de madera y/o melamínicos, (x) instalación eléctrica según normas de UTE, (xi) previsión de instalación para cableado de TV por cable y telefonía, (xii) previsión para agua fría y caliente, (xiii) instalación portero eléctrico, y (xiv) ascensores de conformidad a las características de cada edificio.

(a.1) Los Departamentos tendrán una superficie aproximada, contabilizando metros propios y comunes totales, de cincuenta y cinco metros cuadrados (55 m2) y estarán compuestos de living comedor, un dormitorio, baño y cocina.

(a.2) Los Departamentos tendrán dos dormitorios, living comedor, cocina y baño, con una superficie aproximada, contabilizando metros propios y comunes totales, de 75 m2.

Los departamentos de uno y dos dormitorios se construirán sobre los terrenos que adquirirá en propiedad fiduciaria la Fiduciaria, con los fondos aportados por los Fideicomitentes B.

Opción Casa - Características Técnicas

El Fideicomitente podrá solicitar que en vez del departamento con el que resultara beneficiado en los actos de adjudicación se le construya, por igual costo constructivo, o de ser mayor aportando durante el período constructivo la diferencia correspondiente, una casa de construcción tradicional y/o industrializada semipesada o pesada y que se ajustará a las siguientes descripciones: (i) cerramientos ejecutados en mampostería de ladrillos comunes o huecos y/o tabiques premoldeados in situ o en fábrica, (ii) cubierta de chapa, baldosas y/o tejas, (iii) pisos de madera, piso flotante, granito, cerámico y/o alfombra, (iv) revestimientos de cerámica esmaltada, (v) cielorraso de yeso aplicado y/o armado in situ, o ejecutado con placas de yeso, (vi) artefactos sanitarios blancos, (vi) pintura al látex, (vii) puertas placa de madera, (viii) ventanas de chapa doblada y/o aluminio color con cortinas, (ix) instalación de gas para cocina, calefón y calefactor, (x) instalación eléctrica según reglamentos, (xi) instalación para cableado de TV y telefonía, (xii) instalación para provisión de agua fría y caliente, y (xiii) conexión a la red de agua corriente y conexión a la cloaca.

Sus obligaciones de pago, con excepción de la mencionada diferencia, seguirán siendo las previstas en la opción departamento descriptas en la cláusula 6.2 literal c) del contrato de Fideicomiso Financiero Campiglia & Pilay I.

Las descripciones contenidas en los literales que anteceden son meramente enunciativas, no taxativas y no excluyen la sustitución de los materiales citados por otros de similar calidad, que aconseje la Empresa Constructora.

Los metrajes descriptos se computarán calculando el total de las áreas propias de las unidades, mas el total de los bienes comunes de uso exclusivo y la prorrata correspondiente al total de los bienes comunes del edificio vinculados a las unidades como ser hall, palier, escaleras, tanques de agua, salas de máquinas, subestación de UTE, entre otros (no incluye garages y locales comerciales).

Radio de Construcción

Unidades – Departamentos: Se construirán en un radio delimitado por los siguientes barrios de la ciudad de Montevideo: Tres Cruces, Cordón, Parque Batlle, Malvín, Buceo, Pocitos, Centro, Barrio Sur, Palermo y Parque Rodó.

Unidades – Casas: El Fideicomitente B podrá, siempre que a juicio de la Fiduciaria no afecte el desenvolvimiento económico-financiero del Fideicomiso y los plazos constructivos, solicitar que en vez del bien adjudicado se le adquiera o construya una casa de igual costo constructivo en otra localidad de la República Oriental del Uruguay.

En este caso, el Fideicomitente B beneficiado deberá aportar en propiedad fiduciaria el terreno en donde pretende que se construya la casa, el cual deberá estar situado en una ubicación que permita, a criterio exclusivo de la Fiduciaria, una rápida enajenación en caso de falta de pago. La construcción y/o adquisición se realizará una vez concluida la edificación del bien originalmente adjudicado, el cual, en caso de aceptarse la solicitud, se venderá y/o será nuevamente adjudicado según resulte más conveniente para el Fideicomiso.

2.26 Metodología de la adjudicación de los inmuebles

Las Partes acuerdan que los Fideicomitentes accedan a sus unidades por dos modalidades de adjudicación: a. *Adjudicación por mayor aporte dinerario adelantado*; b. *Adjudicación por mayor puntaje.* Los actos de adjudicación serán convocadas por la Fiduciaria conforme los parámetros que seguidamente se especifican.

Modo y Oportunidad de las Adjudicaciones

Las adjudicaciones proyectadas se realizarán en el domicilio de la Fiduciaria en la fecha programada y en el horario que ésta comunique. Supervisará las mismas un Escribano Público designado por la Fiduciaria.
Para poder resultar ganador, el Fideicomitente deberá estar el día con el pago de las cuotas y deberá haber abonado la cuota del mes correspondiente a la adjudicación en tiempo y forma, según lo establece la Sección VI (6.2) del contrato de Fideicomiso Financiero Campiglia & Pilay I.

Adjudicación por mayor aporte dinerario adelantado

La oferta se hará por medio de carta-sobre cerrado, resultando ganador el Fideicomitente que haya ofrecido mayor monto. De existir ofertas iguales resultará ganador el oferente que hubiera ingresado con anterioridad al Fideicomiso. De ser semejante la antigüedad ganará aquél que tenga mayor puntaje conforme los parámetros regulados para la modalidad *adjudicación por mayor puntaje.*

El hecho de ofertar implica para el Fideicomitente la aceptación lisa y llana de la adjudicación que eventualmente le pudiera corresponder.

Adjudicación por mayor puntaje

Las Partes convienen en establecer el siguiente sistema de puntaje a computarse en la oferta, el cual no cancelará cuotas:

(a) Puntaje por Matrimonio, Nacimiento o Adopción de Hijos: i) Apoyando a la familia como célula básica de la sociedad, la institución matrimonial y el derecho a la vida, se asignan los siguientes puntajes que, sin cancelar cuotas, el Fideicomitente - previa acreditación con las partidas de matrimonio, nacimiento o adopción - podrá computar en su oferta: matrimonio: diez puntos (10); nacimiento o adopción de un hijo: cinco puntos (5).-

(b) Puntaje por Antigüedad: Por el mero hecho de permanecer en el Fideicomiso y estar al día en el pago de las cuotas, el Fideicomitente podrá computar, cada seis meses de antigüedad, dos puntos. (2)

(c) Puntaje por el aporte adelantado de cuotas: Cada cinco cuotas adelantadas por el Fideicomitente, podrá computar un punto (1).

(d) Puntaje por la presentación de Amigos: Propósito: Crear un medio que más allá de las posibilidades económicas de cada Fideicomitente le permita mejorar sustancialmente su chance de resultar adjudicado; premiar el esfuerzo individual del Fideicomitente en pos del crecimiento del Fideicomiso, ayudándolo también a pagar sus cuotas; beneficiar a los Fideicomitentes con escasos recursos.

Por la primera persona recomendada por el Fideicomitente que ingrese al Fideicomiso, abonando la inscripción y las tres cuotas consecutivas: cuatro puntos (4). Por la segunda persona referida que ingrese cumpliendo las precitadas condiciones: seis puntos (6). A partir de la tercera persona referida que ingrese de tal manera: ocho puntos (8).

(e) Puntaje por avance en los estudios: Con el fin de inculcar la cultura del esfuerzo en los hijos, el Fideicomiso contempla una ventaja excepcional premiando el avance en sus estudios primarios, secundarios y universitarios con puntos a computar en la oferta para las adjudicaciones por mayor puntaje. Por ciclo lectivo aprobado, primario y/o secundario: dos puntos. Por cada materia universitaria aprobada por el Fideicomitente B ó un hijo que al efecto haya designado: un punto. Por la graduación universitaria: cinco puntos. La certificación extendida por la respectiva entidad educativa, Universidad y/o Facultad, servirá de suficiente título acreditante. En los estudios universitarios para computar el puntaje será condición indispensable haber aprobado una materia en los últimos doce meses y no haber culminado sus estudios. Cada fideicomitente podrá designar un solo hijo a los efectos del puntaje, salvo en el caso de los estudios primarios y secundarios, donde podrá hacerlo con todos sus hijos. Si no tuviera hijos podrá designar un solo pariente.

(f) Puntaje por inversión previa en el SISTEMA PILAY: A aquellos inversores que hubieran invertido previamente en el Fideicomiso Financiero CAMPIGLIA & PILAY I, o en el SISTEMA PILAY en Argentina, se les adjudicará un puntaje de cuatro puntos (4) al firmar un nuevo contrato del citado Fideicomiso.

De existir ofertas iguales resultará ganador el oferente que hubiera ingresado con anterioridad al Fideicomiso. De ser semejante la antigüedad ganará aquél que tenga menor edad. De no existir ofertas la Fiduciaria lo adjudicará al fideicomitente de mayor antigüedad y menor edad.

Comunicación de las Adjudicaciones

Dentro de los diez días hábiles siguientes a la realización de las licitaciones la Fiduciaria deberá publicar los resultados de las mismas en un diario, por lo menos, elegido entre los de mayor circulación de la localidad en que se encuentre la sede social de aquélla, debiéndose consignar en esta información los números que individualicen los contratos favorecidos.

2.27 Intereses

No existen en los certificados de participación pues no hay intermediación financiera.

2.28 Asambleas de Fideicomitentes

Además de las facultades de la Fiduciaria establecidas en la Cláusula 6.3 del contrato de Fideicomiso Financiero Campiglia & Pilay I; cuando lo soliciten los Fideicomitentes B que representen al menos el 30 % (treinta por ciento) del total de Fideicomitentes adheridos al Fideicomiso, y que se encuentren al día en el cumplimiento de sus obligaciones la Fiduciaria deberá convocar a una Asamblea de Fideicomitentes ("la Asamblea"), a los efectos de hacer, dar, recibir o tratar cualquier solicitud, autorización, notificación, consentimiento, renuncia,

modificación, corrección, directiva u otra acción bajo este Contrato. Igualmente deberá convocarla cuando lo soliciten Fideicomitentes A que resulten tenedores de al menos el 50 % de los títulos de deuda emitidos. Los Fideicomitentes B y A presentarán sus solicitudes de convocatoria a Asamblea a través de la Entidad Representante.

La convocatoria deberá ser realizada por la Fiduciaria dentro de los 30 (son treinta) Días Hábiles de recibida de los Fideicomitentes B y/o A la correspondiente solicitud. A opción de la Fiduciaria, se convocará de cualquiera de las siguientes formas, con una anticipación no menor a diez días corridos de la fijada para la fecha de asamblea:

(a) publicación durante un (1) día en el Diario Oficial; o

(b) publicación durante un (1) día en un diario de circulación nacional.

(c) notificación personal por algún medio fehaciente a cada uno de los Fideicomitentes B y A.

La Asamblea podrá realizarse sin publicación en los casos en que todos los Fideicomitentes B y A hubieran sido notificados por medio fehaciente por la Fiduciaria.

Las Asambleas se celebrarán en la ciudad de Montevideo, en la fecha y hora que la Fiduciaria determine, y serán presididas por el Presidente y/o Vicepresidente de la Fiduciaria, o por un apoderado de ésta designado a tal efecto.

El quórum en primera convocatoria será de Fideicomitentes que tengan o representen por lo menos el 70 % (setenta por ciento) de las Participaciones. No habrá quórum mínimo en segunda convocatoria.

Los Fideicomitentes podrán concurrir por sí o por representantes debidamente designados mediante carta poder con firma certificada por Escribano Público. Dicha acreditación deberá hacerse con 5 (son cinco) días hábiles de anticipación ante la Fiduciaria.

El llamado en primera y segunda convocatoria se podrá realizar simultáneamente, pero la Asamblea en segunda convocatoria deberá tener lugar por lo menos una hora después de la fijada para la primera.

El voto de cada Fideicomitente será equivalente al monto aportado al Fideicomiso. Las resoluciones se adoptarán por mayoría absoluta de los votos presentes emitidos, la que requerirá el voto favorable de al menos el 51 % (cincuenta y un por ciento) del valor nominal de los certificados de participación y títulos de deuda emitidos. Se requerirá dicha mayoría para la adopción de decisiones asamblearias que conciernan a la administración del Fideicomiso.

Para la adopción de decisiones asamblearias que impliquen la liquidación del patrimonio fiduciario se requerirá el voto favorable de una mayoría especial de titulares. Se entenderá por tal la adoptada por el voto favorable de al menos el setenta y cinco por ciento (75%) del valor nominal de los certificados de participación y títulos de deuda emitidos.

Las abstenciones se reputarán votos no emitidos.

Los Fideicomitentes B morosos podrán participar en las Asambleas pero no tendrán derecho a voto.

En el supuesto de insuficiencia del Patrimonio Fiduciario, la Fiduciaria convocará a Asamblea de Fideicomitentes dentro de los noventa días de comprobada dicha circunstancia.
De conformidad al artículo 230 de la Recopilación de Normas del Mercado de Valores se deja constancia que es admitida la posibilidad de que personas vinculadas al Fiduciario – en tanto tenedores de títulos – participen en las asambleas de tenedores de títulos.

IV.DEFINICIONES

ADJUDICACIÓN: Es el acto de asignación de una unidad (casa o apartamento) individual a un Fideicomitente B.

ASAMBLEA DE TITULARES: Es la reunión de los Titulares de acuerdo a lo establecido en este prospecto de emisión, el contrato de Fideicomiso Financiero Campiglia & Pilay I y en el Contrato de Entidad Representante.

AUDITOR-CONTABLE FINANCIERO: Es AUREN, según el Contrato oportunamente suscripto cuyo texto consta en el Anexo V. Asimismo se agrega como Anexo VI Estado Contable de Pilay Uruguay S.A (en trámite de cambio de nombre a Pilay Uruguay Administradora de Fondos de Inversión S.A).

BANCO: Es la institución de intermediación financiera donde el Fiduciario mantiene las cuentas.

BCU: Es el Banco Central del Uruguay

BENEFICIARIOS: Son los Titulares de los Certificados de Participación o las personas designadas por ellos, y los Titulares de los Títulos de Deuda

BIENES FIDEICOMITIDOS: Son todos los activos que integran el Fideicomiso.

CASAS: Son aquéllas que, opcionalmente, serán construidas en sustitución de los Departamentos.

CERTIFICADO DE PARTICIPACIÓN: Es el Titulo escritural emitido por la Fiduciaria que otorga a su Titular derechos sobre el Patrimonio Fiduciario.

CIERRE DEL EJERCICIO: Es el 31 de diciembre de cada año

COMITÉ ASESOR: Es el Comité integrado por tres personas ajenas al Contrato de Fideicomiso Financiero Campiglia & Pilay I, una designada por la Fiduciaria, otra por la Empresa Constructora y la tercera de común acuerdo entre ambos designados; y cumplirá la función de un órgano consultivo.

COMITÉ EJECUTIVO: Es el Comité que llevará adelante las obligaciones del Contrato de Fideicomiso Financiero Campiglia & Pilay I y estará integrado por personas designadas por los Fideicomitentes A.

CONTRATO DE FIDEICOMISO: Es el contrato de Fideicomiso de Administración Campiglia & Pilay y su respectiva transformación en Fideicomiso Financiero Campiglia & Pilay I.

CONTRATO DE ARRENDAMIENTO DE OBRA POR EL SISTEMA DE ECONOMÍA Y ADMINISTRACIÓN: El contrato de arrendamiento de obra por el sistema de economía y administración, a celebrar entre la Fiduciaria y la Empresa Constructora y que se adjunta como Anexo I

CUENTA RECAUDADORA: Es la cuenta en Pesos abierta en el Banco, a nombre del Fideicomiso y a la orden de la Fiduciaria, en la que se depositarán los fondos provenientes de la emisión de los Certificados de Participación y aquellos fondos provenientes de la inversión de los Fondos Líquidos.

CUENTA DE GASTOS: Es la cuenta en Pesos abierta en el Banco, a nombre del Fideicomiso y a la orden de la Fiduciaria, en la que se depositarán los fondos provenientes de la colocación de los Títulos de Deuda y que la Fiduciaria afectará al pago de los gastos del Fideicomiso.

OTRAS CUENTAS: Son aquellas cuentas en la República Oriental del Uruguay o en el exterior que el Fiduciario decida abrir en beneficio del Fideicomiso.

CUENTAS: Son la Cuenta Recaudadora, la Cuenta de Gastos y las otras cuentas

CUOTA DE SUSCRIPCIÓN: Es el valor de la cuota según la opción constructiva elegida por el Titular, a integrar al momento de la suscripción del Contrato,

CUOTA DE ESPERA: Es el valor de la cuota según la opción constructiva elegida por cada Titular, que cada Titular Fideicomitente B o Fideicomitente B Beneficiado, integrará mensualmente a partir de la suscripción del Contrato y hasta convertirse en Fideicomitente B Simple Tenedor.

CUOTA DE TENENCIA: Es el valor de la cuota según la opción constructiva elegida por cada Titular, que cada Titular integrará mensualmente a partir de adquirir la condición de Fideicomitente B Simple Tenedor.

CUOTA DE AGUINALDO: Es el valor de la cuota, según la opción constructiva elegida por cada Titular, que cada Titular integrará en los meses de enero y julio de cada año a partir de la suscripción del Contrato.

CUOTA MAYOR COSTO: Es el valor de la cuota a integrar por los Fideicomitentes B Beneficiados que hayan ejercido la opción para que se les construya una casa de mayor cantidad de metros cuadrados de la prevista en el contrato o requerido mejoras en el inmueble adjudicado que impliquen un incremento de costos.

CUOTAS: Son las cuotas de Suscripción y/o de Espera y/o de Tenencia y/o de Aguinaldo y/o de Casa.

DEPARTAMENTOS: Son las unidades de los Edificios de propiedad horizontal a construirse en los Inmuebles a lo largo del plazo contractual y conforme a la secuencia de adjudicación.

DIA HÁBIL: Es un día en que funcionen en Uruguay las instituciones de intermediación financiera y las bolsas de valores

DOCUMENTO DE EMISIÓN: Es el documento mediante el cual el Fiduciario emite los Valores a favor de los Titulares.

DOLARES: Es la moneda de curso legal en los Estados Unidos de América.

EDIFICIOS: Son los conjuntos residenciales a construirse en los Inmuebles a lo largo del plazo contractual y conforme a la secuencia de adjudicación.

EJERCICIO ANUAL: Es en relación al Fideicomiso cada ejercicio económico finalizado el 31 de diciembre de cada año

EMPRESA CONSTRUCTORA: Es Tecnorel S.A. (Campiglia Construcciones), con domicilio en la calle Vilardebó 1157 de la ciudad de Montevideo, o quien la suceda

ENTIDAD REGISTRANTE: Es la Fiduciaria, quien será la entidad encargada de llevar el Registro de los Titulares de los Valores que se emiten.

ENTIDAD REPRESENTANTE: Es Bolsa de Valores de Montevideo, la entidad que actuará como representante de los Titulares de los Valores, de acuerdo a lo previsto por el Art. 73 de la ley 18.627.

FECHA DE EMISIÓN: Es la fecha en que se hace efectiva la emisión de los Valores.

FIDEICOMISO FINANCIERO CAMPIGLIA & PILAY I: Es el Fideicomiso Financiero resultante de la modificación del contrato de Fideicomiso de Administración Campiglia & Pilay.

FIDEICOMITENTES: Son quienes integran cuotas al Fideicomiso o adquieren los Títulos de Deuda.

FIDEICOMITENTES A: Son quienes integran dinero al Fideicomiso y adquieren los Títulos de Deuda.

FIDEICOMITENTES B: Son quienes integran Cuotas al Fideicomiso y adquieren los Certificados de Participación.

FIDEICOMITENTE B BENEFICIADO: Es el Fideicomitente B que ha resultado ganador en los actos de asignación de unidades y aún no tiene la tenencia del bien.

FIDEICOMITENTE B SIMPLE TENEDOR: Es el Fideicomitente B Beneficiado que ha recibido la tenencia del bien asignado y construido.

FIDEICOMITENTE B ADJUDICADO: Es el Fideicomitente B Simple Tenedor a quien se le ha trasmitido el dominio del bien que mantenía en tenencia.

FIDUCIARIA: Es Pilay Uruguay Administradora de Fondos de Inversión S.A. con domicilio en Bulevar Artigas 456 de la ciudad de Montevideo, o quien la suceda.

FONDO FIDUCIARIO: Es el constituido por los aportes de los Fideicomitentes A y B.

FONDOS LÍQUIDOS: Es aquella parte del Fondo Fiduciario que no se destine mes a mes a la compra de inmuebles o construcción de las Casas o Departamentos.

GASTOS INICIALES DEL FIDEICOMISO: Son los gastos de alquiler y amoblamiento de oficinas, selección y capacitación del personal, desarrollo de la estrategia de marketing, viáticos, campaña publicitaria, etc.

GASTOS ADMINISTRATIVOS: Son los gastos de personal, alquileres, estudios de mercado, publicidad, viáticos, honorarios de profesionales intervinientes, costos de los tramites ante oficinas publicas; y todos aquellos costos administrativos necesarios para la promoción y administración del Fideicomiso.

ICC: Es el Índice de Costo de la Construcción elaborado por el Instituto Nacional de Estadísticas.

INMUEBLES: Son los terrenos ubicados en el Departamento de Montevideo dentro de las zonas descritas en la Sección III del contrato de Fideicomiso Financiero Campiglia & Pilay, y sobre los cuales se construirán los Edificios.

MAYORÍA ABSOLUTA DE TITULARES: Se entenderá por tal la adoptada por el voto favorable de al menos el cincuenta y un por ciento (51%) del valor nominal de los certificados de participación y títulos de deuda emitidos. Se requerirá dicha mayoría para la adopción de decisiones asamblearias que conciernan a la administración del Fideicomiso.

MAYORÍA ESPECIAL DE TITULARES: Se entenderá por tal la adoptada por el voto favorable de al menos el setenta y cinco por ciento (75%) del valor nominal de los certificados de

participación y títulos de deuda emitidos. Se requerirá tal mayoría especial para la adopción de decisiones asamblearias que impliquen la liquidación del patrimonio fiduciario.

MONTO DE LA EMISIÓN: Es el valor nominal global por el que se emiten los Títulos de Deuda y los Certificados de Participación.

OPCION: Es la facultad que tiene el Fideicomitentes B Beneficiado de optar por el Departamento o por la Casa.

PATRIMONIO FIDUCIARIO: Es el Patrimonio integrado por el Fondo Fiduciario, los Inmuebles que se adquieran para cumplir los fines del Contrato; las construcciones que se levanten sobre éstos, y los bienes de cualquier naturaleza que adquiera la Fiduciaria en cumplimiento del objeto del Fideicomiso.

PESOS O PESOS URUGUAYOS: Es la moneda de curso legal en la República Oriental del Uruguay.

PROSPECTO: Es el prospecto que la Fiduciaria emite a los efectos de la emisión de los Valores a favor de los Titulares, quienes declaran conocer y aceptar en todos sus términos.

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

SISTEMA PILAY: Propuesta de inversión diseñada por PILAY S.A, en I985, en la ciudad de Santa Fe Argentina, cuyos lineamientos fundamentales han sido incorporados en el FIDEICOMISO CAMPIGLIA & PILAY I.

TITULARES: Son los titulares de los Valores, tal como resultan del Registro.

TITULOS DE DEUDA: Son los Títulos emitidos por la Fiduciaria que representan derechos de crédito.

VALORES: Son los Títulos de Deuda y los Certificados de participación que otorgan a los Titulares derechos de crédito y derechos de participación respectivamente, y que se emiten de acuerdo a lo previsto en el Contrato de Fideicomiso Campiglia & Pilay I y en los Documentos de Emisión.

Interpretación de Referencias

Todas las menciones en este prospecto de emisión a Secciones, Cláusulas y otras subdivisiones sin otra aclaración son referencias a Secciones, Cláusulas y subdivisiones del citado prospecto.

V. ESTRUCTURA JURÍDICA DE PILAY URUGUAY S.A. (en trámite de cambio de nombre a PILAY URUGUAY ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN SOCIEDAD ANÓNIMA). ACCIONISTAS DE LA SOCIEDAD. COMPOSICIÓN DEL DIRECTORIO

Mediante una alianza estratégica con CAMPIGLIA CONSTRUCCIONES, grupo constructivo líder del país, PILAY URUGUAY S.A. (en trámite de cambio de nombre a PILAY URUGUAY ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A.) comercializa en Uruguay el denominado SISTEMA PILAY, creado por la empresa PILAY S.A, en la ciudad de Santa Fe, Argentina, en 1985, con más de 150.000 m2 construidos en las ciudades de Rosario, Córdoba, Santa Fe y Paraná, y 20.000 inversores en la actualidad.

En los últimos tres años se han incorporado al SISTEMA PILAY en Argentina más de doce mil inversores que ahorran en ladrillos en pos de obtener objetivos importantes de la vida: ser propietario; complementar la educación de los hijos con un capital que facilite sus estudios de posgrado; invertir con seguridad.

Ingresando a la página web www.pilay.com.ar pueden corroborarse las realidades constructivas del sistema que hoy, aparte de lo ya construido, cuenta con 25 edificios en distintas etapas de construcción.

Desde su lanzamiento en Uruguay en el mes de octubre de 2009 se han incorporado al Fideicomiso Campiglia & Pilay un total de 529 Fideicomitentes, número que refleja la muy buena aceptación del producto por el mercado uruguayo.

Se ha iniciado la construcción del primer edificio en calle 8 de octubre 2339 de la ciudad de Montevideo, mediante un acuerdo de inversión, firmado en fecha 16 de agosto de 2010, con la firma Ebisur S.A, por imperio del cual se construirán para el Fideicomiso el 19,912 % del citado edificio, que representan un total de 1427 m2.

Debe destacarse que los grupos accionistas de Pilay S.A. y Pilay Uruguay S.A (en trámite de cambio de nombre a Pilay Uruguay Administradora de Fondos de Inversión S.A), son prácticamente idénticos, siendo el Vicepresidente de esta última, el Dr. Luis Oscar Trento, actual presidente de Pilay S.A., y presidiendo Pilay Uruguay S.A el Dr. Javier Vigo Leguizamón, ex presidente y actual director de Pilay S.A. y uno de sus principales accionistas, quien diseñó las bases jurídicas del Sistema Pilay y ha tenido una activa participación en el trazado de las estrategias de marketing y comercialización.

Como accionista y director, integra Pilay Uruguay S.A (en trámite de cambio de nombre a Pilay Uruguay Administradora de Fondos de Inversión S.A), el CPN Marcelo Héctor Vorobiof, autor de sus bases económicas- financieras.

La capacitación de todo el personal de ventas y administrativo de Pilay Uruguay S.A. (en trámite de cambio de nombre a Pilay Uruguay Administradora de Fondos de Inversión S.A.) ha sido realizada por los staff gerenciales y jerárquicos de Pilay S.A, trasladándoles la aquilatada experiencia de más de 25 años de administración exitosa del producto que construyó siempre y crecientemente, aún en medio de las graves crisis económicas e hiperinflacionarias sufridas por Argentina.

DIRECTORIO DE PILAY URUGUAY S.A. (en trámite de cambio de nombre a PILAY URUGUAY ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A):

PRESIDENTE: Dr. Javier Vigo Leguizamón

VICEPRESIDENTE: Dr. Luis Oscar Trento

DIRECTORES:

Mario Florencio Vigo Leguizamón

Marcelo Héctor Vorobiof

Mariano Salvador Dichino

Guillermo Agustín Añón

ACCIONISTAS DE PILAY URUGUAY S.A. (en trámite de cambio de nombre a PILAY URUGUAY ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A.):

Dr. Javier Vigo Leguizamón 22%

Dr. Luis Oscar Trento. 22%

Mario Florencio Vigo Leguizamón 6%

Marcelo Héctor Vorobiof.10%

Mariano Salvador Dichino 20%

Guillermo Agustín Añón 20%

CURRICULUMS VITAE:

Dr. Javier Vigo Leguizamón:

Abogado, egresado de la Universidad Nacional del Litoral, posee una dilatada trayectoria en el ámbito público y privado. Ex Subsecretario de Justicia y Culto de la Provincia de Santa Fe, actualmente es Presidente de Pilay Uruguay S.A, director de PILAY S.A, Director de Capitel S.A, Socio Gerente de Casaplan SRL y Pilares S.R.L, Vicepresidente de Viva Bien S.A (Paraguay).

Es además, abogado titular del ESTUDIO VIGO, fundado en 1911, con un trabajo reconocido en la comunidad realizado por sucesivas generaciones y de importantes empresas de la ciudad, especializándose en derecho civil y comercial.

En el ámbito institucional, es Presidente de la Cámara de Sociedades Anónimas de la Bolsa de Comercio de Santa Fe, y abogado de dicha institución y de la Unión Industrial de la ciudad de Santa Fe. Fue presidente del Santa Fe Lawn Tennis Club, ha presidido también, en distintos períodos, el Club Hípico General Belgrano y fue Vicepresidente del Club del Orden.

Dr. Luis Oscar Trento:

Abogado, egresado de la Universidad Nacional del Litoral. Desempeñándose en el ejercicio independiente de la profesión, en materia civil y comercial. Ha ejercido diferentes cargos públicos y privados: Ex Concejal de la ciudad de Santa Fe.

Actualmente es Presidente de PILAY S.A, Director de Capitel S.A, Socio Gerente de Casaplan SRL y Pilares SRL, Vicepresidente de Pilay Uruguay S.A.

Escribano Dr. Mario F. Vigo Leguizamón:

Bachiller del Colegio de la Inmaculada Concepción (Padres Jesuitas).

Abogado. Graduado el 30 de noviembre de 1970 en la Facultad de Ciencias Jurídicas y Sociales de la Universidad Nacional del Litoral.

Post-Grado cursados: doctorado en Ciencias Jurídicas y Sociales (UNL) y de Notariado (U.N.A.)

EJERCICIO PROFESIONAL

Escribano Titular de la Escribanía Vigo, establecida en 1911 por su abuelo don Salvador C. Vigo.

Escribano Adscripto al Registro 19 desde 1970 hasta el año 1982.

Escribano Titular del Registro 488 desde su creación en 1982 hasta la fecha.

CARGOS DESEMPEÑADOS EN COLEGIOS PROFESIONALES:

Ex Vocal Suplente del Consejo Directivo del Colegio de Escribanos de la Provincia de Santa Fe. Ex Vocal Titular y ex Pro tesorero del mismo.

Integrante de jurados de calificación para el concurso de Registros. Como Vocal fue integrante y jefe de sumarios.

ACTIVIDAD CULTURAL PROFESIONAL:

Redactor de los Estatutos y primer Secretario del Instituto de Cultura Notarial del Colegio de Escribanos de Santa Fe.

Delegado ante Congresos y Jornadas. Autor de notas y escritos publicadas en revistas notariales y periódicos.

ASESORÍAS:

Ex Asesor de la Cámara Inmobiliaria Argentina, Filial Santa Fe.

Asesor de la Cámara Inmobiliaria de Santa Fe (CISFE).

Escribano de la Bolsa de Comercio de Santa Fe y del Mercado de Valores del Litoral S.A.

Escribano de la Caja de Valores.

Escribano del Nuevo Banco de Santa Fe S.A., del Standard Bank, del Nuevo Banco de Entre Ríos (BERSA).

Escribano del Arzobispado de Santa Fe.

ACTIVIDADES EMPRESARIAS, ASESORÍAS, CONSULADO

Cofundador de PILAY S.A. en 1979.

Cofundador de CAPITEL S.A. en 1989, empresa constructora de la que es Presidente del Directorio.

Ex Director de la Bolsa de Comercio de Santa Fe. Ex Director de la Cámara de Sociedades Anónimas de la misma.

Presidente de la Bolsa de Comercio de Santa Fe, períodos 1992-1994; 1994-1996; y 1998-2000.

Síndico de la Bolsa de Comercio de Santa Fe, períodos 1996-1998, 2000-2002 y 2008-2010. Tesorero de la Bolsa por el período 2002-2004.

Vice Presidente 1° en los períodos 2004-2006 y 2006-2008.

Secretario período 2010-2012.

Durante su mandato como Presidente se creó, el 31 de marzo de 1993 el Mercado de Valores de Santa Fe S.A del que fue cofundador y accionista,.

También durante su mandato como Presidente el Poder Ejecutivo de la Nación reconoció y nombró Bolsa de Cereales a la Bolsa de Comercio de Santa Fe.

Se crearon el Tribunal General de Arbitraje de la BCSF y el Centro de Estudios de la BCSF. Se hicieron grandes remodelaciones en el histórico edificio de la Bolsa, readecuando y modernizando sus laboratorios, se construyó el auditorio y la biblioteca-auditorio.

Cr. Marcelo Héctor Vorobiof:

Contador Público Nacional, egresado de la Universidad Nacional del Litoral, con una amplia trayectoria en el sector público y privado.

Fue Subsecretario de Obras Públicas durante la primera Gobernación de Carlos A. Reuteman.

Es Director de Pilay S.A, Director de Pilay Uruguay S.A, Socio Gerente de Casaplan SRL, Socio Gerente de Pilares SRL, Director de Viva Bien S.A (Paraguay) y Presidente de V y V S.A., titular del Establecimiento Orgánico LAS BRISAS.

Actual Consejero de la Universidad Nacional del Litoral e Integrante de la Mesa del Diálogo Santafesino y Ex Presidente de DAIA – Filial Santa Fe -

Actualmente se desempeña como Presidente del Puerto de Santa Fe.

Dr. Mariano Salvador Dichino:

Abogado, egresado de la Universidad Nacional del Litoral, ha ocupado diferentes cargos públicos, privados y en el ámbito de la docencia.

Es asesor de un grupo importante de Compañías, actualmente es Vicepresidente de PILAY S.A, Vicepresidente de Capitel S.A y Socio Gerente de Casaplan SRL y Pilares SRL, Director de Pilay Uruguay S.A.

Fue asesor letrado de la Cámara de Fruteros y Anexos de Santa Fe, de ARCOR S.A.C.I.F., DULCIDORA S.A., FRUTEROS CUYO S.A. y MISKY S.A. Secretario del Directorio de la Bolsa de Comercio de Santa Fe, período 1995-1997. Se desempeña desde el año 1995 como Vicepresidente Alterno de la Filial Litoral de la Fundación Mediterránea, de la cual es miembro de su comité ejecutivo.

Ing. Guillermo Agustín Añon:

Posee varios títulos profesionales (Técnico Mecánico electricista, Agrimensor, Ing. en Construcciones e Ing. Civil), con una larga trayectoria en el ámbito público y privado. Actualmente es Director de PILAY S.A, Director de Capitel S.A, Socio Gerente de Casaplan SRL y Pilares SRL, Director de Pilay Uruguay S.A y consejero del Consejo Directivo de la Cámara Argentina de la Construcción, Delegación Santa Fe.

VI. ESTRUCTURA JURÍDICA DE TECNOREL S.A COMPOSICIÓN DEL DIRECTORIO:

El Presidente de TECNOREL S.A. es el Ing. Eduardo Campiglia, hombre de dilatada trayectoria en el ámbito de la construcción en el Uruguay, líder del grupo constructivo CAMPIGLIA CONSTRUCCIONES.

Integran también el directorio el señor Germán Campiglia, hijo del Ing. Eduardo Campiglia, de activo desempeño en la actividad constructiva e inmobiliaria, y el Arquitecto Álvaro Piña, profesional de aquilatada trayectoria, cuyo curriculum seguidamente se transcribe.

CURRICULUM VITAE

Nombre: Álvaro Piña Mondino
Fecha de Nacimiento: 16/02/1958
Nacionalidad: Uruguayo
Estudio: Arquitecto, egresado de la Facultad de Arquitectura de la Universidad de la
República Oriental del Uruguay.
Estudio: 26 de Marzo 3486 Entrepiso – tel: 2628 4167

TRABAJOS REALIZADOS:

I) EN EL AREA DE LA ADMINISTRACIÓN PÚBLICA.

Años 1985 a 1990:

Banco Hipotecario del Uruguay: Sección Inspección de Obras, Gerencia de Arquitectura, cargo: ayudante técnico.

II) EN EL ÁREA DE LA PROMOCIÓN PRIVADA:

Años 1977 a 1979:

AMIR S.A., empresa constructora, ayudante de arquitecto, colaborando en proyecto, dirección y construcción de los edificios ubicados en:

Bvar. España y Benito Blanco, Edificio “Chiloé”, Pocitos;
Benito Blanco y Av. Brasil, Edificio “Itaipú”, Pocitos;
Punta del Este, Parada 7 y ½ , Edificio “Mapocho”;
Punta del Este, Parada 9, Edificio “Río Marina”,

Años 1980 a 1982:

MIRCEL S.A, empresa constructora, ayudante de arquitecto colaborando en proyecto, dirección y construcción, de los edificios ubicados en:

Sarmiento y Muñoz, Edificio "Yaguarí", Pocitos.
Libertad y Guayaquí, Edificio "Montpelier", Pocitos.

Años 1983 a 1985:

Empresa Delgado Hnos., como ayudante de arquitecto, colaborando en proyecto y dirección de los edificios ubicados en:

Av. 8 de Octubre y 18 de Julio, Montevideo.
Colonia y Eduardo Acevedo y otros proyectos, Montevideo.

Años 1986 a 1990:

Proyecto y dirección de viviendas en Carrasco y Punta Gorda; ampliaciones de cascos de estancia, etc.

Año 1990:

Como Presidente del Directorio de Mircel S.A.: Proyecto, dirección, construcción y promoción del Edificio del Molino, superficie construida: 1.500 m^2, ubicado en Av. Rivera y Fleming, Montevideo.

Proyecto y dirección de Edificio Grand Prix II, superficie construida 3.500 m^2, ubicado en 26 de Marzo y Buxareo, Pocitos, propiedad de Nasyl S.A.

Proyecto y dirección de Edificio Grand Prix III, superficie construida 2.300 m^2, ubicado en Av. Brasil esq. Araúcho, Pocitos, propiedad de Quivira S.A.

Año 1991:

Como Presidente del Directorio de Mircel S.A. Proyecto, dirección, construcción y promoción de Edificio "Benito", superficie construida: 2.500 m^2, ubicado en Juan Ma. Pérez y Benito Blanco, Pocitos.

Como Vice-Presidente del Directorio de Romeral S.A.: Proyecto, dirección, construcción y promoción de Edificio "Benito Cash", superficie construida: 3.500 m^2, ubicado en Guayabo esq. Tristán Narvaja, Montevideo.

Año 1992:

Proyecto y dirección de Edificio "Tarento", superficie: 3.000 m^2, ubicado en Av. Brasil y Obligado, Pocitos, propiedad de Quivira S.A.

Proyecto y dirección de Edificio "La Marina", superficie: 2.000 m^2, ubicado en Av. Brasil y Cavia, Pocitos, propiedad de Quivira S.A.

Proyecto y dirección de Edificio "Picadilly Circus" superficie: 3.500 m^2, ubicado en Av. Rivera y Bvar. Batlle y Ordóñez, Montevideo, propiedad del Sr. Luis Rudeli.

Proyecto y dirección de Edificio "Grand Prix IV", superficie: 3.500 m^2, ubicado en Pereira y Berro, Pocitos, propiedad de Nasyl S.A.

Año 1993:

Proyecto y dirección Edificio "Torre Ellauri", superficie: 4.000 m^2, ubicado en Ellauri y Av. Brasil, Pocitos, propiedad de Gadelar S.A.

Como Vice -presidente del Directorio de Romeral S.A.:
Proyecto, dirección, construcción y promoción de Edificio "Lomas de San Rafael", superficie: 3.000 m^2, ubicado en Av. Pedragosa Sierra y Bahía, Punta del Este. En sociedad con el Arq. Juan Manuel Varela.
Proyecto y dirección de Edificio "Torre de las Américas", superficie: 6.000 m^2, ubicado en Brandzen y Av. 18 de Julio, Montevideo, propiedad de Bibians S.A. En sociedad con el Arq. Juan Manuel Varela.

Año 1994:

Como Presidente del Directorio de Geciral S.A.: Proyecto, dirección, construcción y promoción de Edificio "Aspen", superficie 3.000 m^2, ubicado en Roque Graseras y Parque de Villa Biarritz, Pocitos.

Proyecto y dirección de Edificio "Conde de Orgaz", superficie: 5.500 m^2, ubicado en Gonzalo de Orgaz y Parque de Villa Biarritz propiedad de Espigasol S.A. En sociedad con el Arq. Juan Manuel Varela.

Como Presidente del Directorio de 4 Ruedas S.A.: proyecto, dirección, construcción y promoción de apart-hotel "El Caracol", superficie: 3.500 m^2, ubicado en el Foque y la Salina, Punta del

Este. En sociedad con los Arquitectos Juan Manuel Varela y Jorge González Rego.

Proyecto, dirección y construcción del Edificio "Torre Gramado", superficie 2.500 m², ubicado en Scosería y Muñoz, propiedad de Isolcar S.A.. En sociedad con los Arquitectos Juan Manuel Varela y Jorge González Rego.

Año 1995:

Como Presidente del Directorio de Resguardo S.A. : Proyecto, dirección, construcción y promoción de Edificio "Zermatt", superficie: 5.500 m², ubicado en 26 de Marzo y Av. Luis Alberto de Herrera, Pocitos.

Proyecto y dirección de Edificio "Palas Athenea", superficie: 2.500 m², ubicado en Pérez Gomar y Ramos propiedad de Grupo Inversor Médico S.A. En sociedad con el Arq. Juan Manuel Varela.

Proyecto y dirección de Edificio ubicado en Monte Caseros y Bvar. Artigas, superficie 4.000 m², Montevideo; propiedad de Ponymar S.A.. En sociedad con el Arq. Juan Manuel Varela.

Año 1996:

Como Director de DELANER S.A.: Proyecto, dirección, construcción y promoción de Edificio "Vaqueira", superficie 7000 m², ubicado en Francisco Vidal 726, Pocitos.

Proyecto y dirección de Edificio "Barbados" ubicado en Rbla. O'Higgins y Michigan, superficie 2.000 m², propiedad de Beneltex S.A.En sociedad con el Arq. Juan Manuel Varela.

Año 1997:

Proyecto y dirección de edificio "El Sarmiento", superficie 3.000 m², ubicado en Avda. Sarmiento y Bvar. Artigas, propiedad de Edisar S.A. En sociedad con el Arq. Juan Manuel Varela.

Proyecto y dirección Edificio "Brazilian", superficie 4.000 m², ubicado en Av. Brasil y Araúcho, propiedad de Kristal Tower S.A. En sociedad con el Arq. Juan Manuel Varela.

Proyecto y dirección Edificio "Fondar", superficie 4.000 m2, ubicado en la ciudad de Flores, calle Francisco Fondar s/nº, propiedad de Nalbir S.A.

Proyecto y dirección Complejo turístico hotelero rural, superficie 4.500 m2, ubicado en el departamento de Flores, ruta 3, kilómetro 201, propiedad de Napri S.A.

Año 1998:

Proyecto y dirección Edificio "Valdoviño", superficie 2.500 m2, ubicado en Avda. Brasil y Obligado, propiedad de Yinfel S.A. En sociedad con el Arq. Juan Manuel Varela.

Proyecto y dirección Edificio "Fontanella", superficie 3.000 m2, ubicado en Punta del Este, propiedad de Lunymar S.A. En sociedad con el Arq. Juan Manuel Varela.

Año 1999:

Proyecto y dirección Edificio "Terrazas de Bustamante", superficie 3.500 m2, ubicado en Pedro Bustamante y Saldaña da Gama, propiedad de Benito Castro Paz. En sociedad con el Arq. Juan Manuel Varela.

Proyecto y dirección Edificio "Blanca del Tabaré", superficie 2500m2, ubicado en Blanca del Tabaré y Ellauri, propiedad de Rivel Park S.A. En sociedad con el Arq. Juan Manuel Varela.

Año 2001:

Ingresa como Directivo de la Asociación de Promotores Privados de la Construcción del Uruguay, actividad que continúa desarrollando.

Año 2002:

Proyecto y dirección Edificio "Del Poema", superficie 5000m2, ubicado en Rbla. Mahatma Gandhi y Zorrilla de San Martín, propiedad de Rivel Park S.A.

Año 2004:

Proyecto y dirección Edificio "Le Vieux Paris", superficie 3000m2, ubicado en Bvar. España 2721, propiedad de Dazul S.A.

Proyecto y dirección Edificio "Marsala XXI", superficie 3000m2, ubicado en Gabriel Pereira y Berro, propiedad de M21 SRL.

Proyecto y dirección Edificio "Bahia Neptuno", superficie 7260m2, ubicado en Rambla República de Chile y 9 de Junio, propiedad de Coralur S.A.

Proyecto y dirección Edificio “Port Said”, superficie 4000m2, ubicado en 21 de Setiembre entre Roque Graseras y Benito Blanco, propiedad de Edolir S.A. En sociedad con el Arq. Juan Manuel Varela.

Proyecto y dirección Edificio “Selinunte”, superficie 2450m2, ubicado en Francisco Vidal y 21 de Setiembre entre Roque Graseras y Benito Blanco, propiedad de Torrevidal SRL S.A.

Año 2005:

Proyecto y dirección Edificio “Torre Agrigento”, superficie 2800m2, ubicado en Berro y Barreiro, propiedad de Torre Berro SRL.

Año 2007:

Proyecto y dirección Edificio “Museum”, superficie 4250m2, ubicado en Tabaré y Rala. Mahatma Gandhi, propiedad de Ifemar S.A.

Proyecto y dirección Edificio “Coraltess”, superficie 1200m2, ubicado en Bvar. Batlle y Ordóñez 1482, propiedad de Coraltess S.A.

Proyecto y dirección Edificio “Da Vinci”, superficie 2750m2, ubicado en Av. Brasil 2603, propiedad de Karmey S.A.

Año 2009:

Es designado secretario de Tecnorel S.A, en asamblea extraordinaria de accionistas el 4 de agosto de 2009.

Proyecto y dirección Edificio “Faros de Carrasco”, superficie 19000m2, ubicado en Avda. de las Américas 7777, propiedad de Fislery S.A.

III) PROYECTOS CON EL BANCO HIPOTECARIO DEL URUGUAY.

Cooperativas:

Año 1996:

Proyecto y dirección de conjunto de viviendas “Covibelén”, superficie 3.000 m^2, ubicado en Av. Alejandro Gallinal e Iguá, Montevideo. En sociedad con el Arq. Juan Manuel Varela.

Año 1997:

Proyecto de Cooperativa “13 de Setiembre”, superficie 1.500 m^2, ubicada en Av. Italia, Montevideo.

Año 1998:

Proyecto de Cooperativa “del Parque”, superficie 3.000 m^2, ubicada en Brito Foresti, Montevideo. En sociedad con el Arq. Juan Manuel Varela.

B) P.P.T. (Proyecto - Precio - Terreno)

Proyecto y dirección Edificio “Quicuyo”, superficie 2.500 m^2, ubicado en Gabriel Pereira y Libertad, Montevideo, para la Empresa Ing. Apud Construcciones S.A. En sociedad con el Arq. Juan Manuel Varela.

Proyecto y dirección Edificio “Mburucuyá”, superficie 3.000 m^2, ubicado en Familia y Av. Italia, Punta del Este para la Empresa Ing. Apud Construcciones S.A. En sociedad con el Arq. Juan Manuel Varela.

Proyecto y dirección Edificio “Bari”, superficie 3.500 m^2, ubicado en Rivera y Pastoriza, Montevideo, para la Empresa Nicola Scafiezzo S.A. En sociedad con el Arq. Juan Manuel Varela.

Proyecto y dirección Edificio “Ibirapitá”, superficie 3.000 m^2, ubicado en Orinoco y Atacama, Punta del Este para la Empresa Ing. Apud Construcciones S.A. En sociedad con el Arq. Juan Manuel Varela.

Proyecto y dirección Edificio “Quebracho”, superficie 3.000 m^2, ubicado en calles N°11 y 26, Atlántida, para la Empresa Ing. Apud Construcciones S.A. En sociedad con el Arq. Juan Manuel Varela.

Proyecto y dirección Edificio “Puente Cesures”, superficie 5.000 m^2, ubicado en Avda. Brasil y Araúcho, para la Empresa Ing. Apud Construcciones S.A. En sociedad con el Arq. Juan Manuel Varela.

Proyecto y dirección Edificio “Tannat”, superficie 4.500 m^2, ubicado en la calle Jackson, para la Empresa Raúl Clerc S.A. En sociedad con el Arq. Juan Manuel Varela.

Proyecto y dirección Edificio “Puente Deume”, superficie 2.000 m2, ubicado en la calle Dalmiro Costa, para la Empresa Alberto Aloy. En sociedad con el Arq. Juan Manuel Varela.

Proyecto y dirección Edificio “Escairón”, superficie 3.500m2, ubicado en la calle Presidente Berro, para la Empresa C.E.A.O.S.A. En sociedad con el Arq. Juan Manuel Varela.

Proyecto y dirección Edificio “Huertos de Carrasco”, superficie 2.500 m2, (en construcción), ubicado en Avenida de las Américas, Canelones, para la Empresa Norte Construcciones S.A. En sociedad con el Arq. Juan Manuel Varela.

Proyecto Edificio “Syrah”, superficie 3.500 m2, (en construcción), ubicado en la Avenida Rivera y Pastoriza, para la Empresa Norte Construcciones S.A. En sociedad con el Arq. Juan Manuel Varela.

Proyecto y dirección edificio ubicado en Avda. Italia esquina Garibaldi, superficie: 6.000 m2, para la Empresa Nicola Scafiezzo S. A. (aprobado por directorio).

Proyecto y dirección Edificio “Aguas Mansas”, ubicado en Rbla. Concepción del Uruguay esquina Estanislao López, superficie: 1.650 m2, para la Empresa Sabyl S. A. (aprobado por directorio).

Proyecto y dirección Edificio “Alcañices”, ubicado en Avda. Centenario 3077, superficie: 2.350 m2, para la Empresa Sabyl S. A. (aprobado por directorio).

Proyecto y dirección Edificio “Cabo Prior”, ubicado en Avda. Roosevelt casi Acuña de Figueroa (Pta. Del Este), superficie: 2.050 m2, para la Empresa Lunymar S. A. (aprobado por directorio).

Proyecto y dirección Edificio “Barrio Jardín Altos de Piria”, ubicado en las calles Sierra, Cerrito, Piria y Juncal (Piriápolis), superficie: 4.000 m2, para la Apud Hnos. Construcciones Ltda. (aprobado por directorio).

Proyectos para Plan Fenix, Montevideo

Proyecto de 105 viviendas, ubicado en Nueva York y Paraguay, para la Empresa Ing. Apud Construcciones S.A. (en construcción). En sociedad con los Arquitectos Juan Manuel Varela, Daniel Christoff y Fernando De Sierra.

Proyecto de 105 viviendas, ubicado en Rondeau y Nueva York, para la Empresa Broncis S.A. (en construcción). En sociedad con los Arquitectos Juan Manuel Varela, Daniel Christoff y Fernando De Sierra.

Proyecto de 102 viviendas, ubicado en Rondeau y Lima para la Empresa Consorcio Fénix (en construcción). En sociedad con los Arquitectos Juan Manuel Varela, Daniel Christoff y Fernando De Sierra.

C) Plan Fomento de la Construcción

Proyecto y dirección Edificio Los Aliados, superficie 4.000 m², ubicado en Avda. Italia y Sambucetti, para la Empresa Nicola Scafiezzo S.A. En sociedad con el Arq. Juan Manuel Varela.

Proyecto y dirección Edificio Piera I, superficie 2.500 m², ubicado en la calle Luis Piera para la Empresa Rywan S.A. En sociedad con el Arq. Juan Manuel Varela.

IV) PROYECTOS CON EL M.V.O.T.M.A.

Proyecto y dirección viviendas para pasivos, superficie 2.500 m2, ubicado en Goes y Juan Paullier para la Empresa Nortesur. En sociedad con el Arq. Juan Manuel Varela.

Proyecto y dirección viviendas para pasivos, superficie 2.500 m2, ubicado en Juan Paullier y Goes para la Empresa Nortesur. En sociedad con el Arq. Juan Manuel Varela.

VII. SEGURIDADES A BRINDAR A LOS FIDEICOMITENTES

(a) En Opción - Departamento

Los Departamentos serán construidos sobre terrenos adquiridos en propiedad fiduciaria por la Fiduciaria, dejándose constancia en las escrituras de adquisición que la compra se materializa con dinero proveniente de aportes de los Fideicomitentes B y para quienes resulten Beneficiarios. Los Fideicomitentes simple tenedores, una vez que hayan cumplido íntegramente las obligaciones previstas en el contrato, aceptarán la compra realizada.

En esta opción no se podrán ampliar los metros a construir, aunque los Fideicomitentes B -- podrán proponer cambios en las terminaciones del mismo asumiendo, de existir diferencias, su mayor costo. Quedará a criterio de la Fiduciaria la aceptación o

no de dichos cambios. Todos los gastos, comisiones, sellados, impuestos y honorarios correspondientes a la confección del plano de propiedad horizontal y otorgamiento de las escrituras de transferencia en propiedad fiduciaria, sometimiento al régimen de propiedad horizontal y adjudicación al Fideicomitente B, serán asumidos por el Fideicomitente B en proporción al porcentaje que su unidad tenga en el Edificio.

(b) En Opción - Casa

Con el fin de resguardar los derechos de los Fideicomitentes, antes de que se comience a construir la casa, el Fideicomitente B beneficiado deberá transferir en propiedad fiduciaria el terreno sobre el cual aquélla se construirá bajo una doble condición resolutoria: que se construya la casa en el tiempo y con las condiciones acordadas en el presente y que la misma sea entregada al Fideicomitente.

Culminado el pago de las obligaciones asumidas por el Fideicomitente la Fiduciaria le transmitirá la propiedad plena. Todos los gastos, comisiones, sellados, impuestos y honorarios a tales transferencias serán a cargo del Fideicomitente.

VIII. RÉGIMEN TRIBUTARIO

Serán de cargo de los Fideicomitentes B: (a) los tributos aplicables a la enajenación de las cuotapartes que posean en el Fideicomiso; y (b) el Impuesto a las Transmisiones Patrimoniales. También serán de cargo de los Fideicomitentes B todo otro impuesto que grave al Fideicomiso, al Patrimonio Fiduciario y a la transferencia de las Unidades a los Beneficiarios. Se exceptúan los impuestos que correspondan a la Fiduciaria y a la Empresa Constructora sobre las remuneraciones que perciba por su labor.

IX. DOCUMENTACIÓN DE LA SERIE 1ª

La misma se encuentra a disposición de los Fideicomitentes en el domicilio de la Fiduciaria, y consiste de copia del Prospecto de Emisión, Contrato de Fideicomiso Financiero Campiglia & Pilay I, contrato de Entidad Representante y testimonio notarial de las resoluciones de Asamblea y de Directorio del Emisor que aprueba el Programa de Emisión de las series 1, así como constancia de la inscripción en el Registro de Valores del Banco Central del Uruguay que habilita su oferta pública bajo la ley 18.627.

X. ÓRGANOS DEL FIDEICOMISO

Asamblea de Fideicomitentes

Además de las facultades de la Fiduciaria establecidas en la Cláusula 6.3 del contrato de Fideicomiso Financiero Campiglia & Pilay I; cuando lo soliciten los Fideicomitentes B que representen al menos el 30 % (treinta por ciento) del total de Fideicomitentes adheridos al Fideicomiso, y que se encuentren al día en el cumplimiento de sus obligaciones la Fiduciaria deberá convocar a una Asamblea de Fideicomitentes ("la Asamblea"), a los efectos de hacer, dar, recibir o tratar cualquier solicitud, autorización, notificación, consentimiento, renuncia, modificación, corrección, directiva u otra acción bajo el referido Contrato.

La convocatoria deberá ser realizada por la Fiduciaria dentro de los 30 (son treinta) Días Hábiles de recibida de los Fideicomitentes B la correspondiente solicitud mediante notificación personal por algún medio fehaciente a cada uno de los Fideicomitentes B siempre que no existan más de 15 (son quince) Fideicomitentes B. En caso de que existan más de 15 (son quince) Fideicomitentes B, a opción de la Fiduciaria, se convocará de cualquiera de las siguientes formas, con una anticipación no menor a diez días corridos de la fijada para la fecha de asamblea:

(a) publicación durante un (1) día en el Diario Oficial; o

(b) publicación durante un (1) día en un diario de gran circulación en la Ciudad de Montevideo; o

(c) notificación personal por algún medio fehaciente a cada uno de los Fideicomitentes B.

La Asamblea podrá realizarse sin publicación en los casos en que todos los Fideicomitentes B hubieran sido notificados por medio fehaciente por la Fiduciaria.

Las Asambleas se celebrarán en la Ciudad de Montevideo, en la fecha y hora que la Fiduciaria determine, y serán presididas por el Presidente y/o Vicepresidente de la Fiduciaria, o por un apoderado de ésta designado a tal efecto.

El quórum en primera convocatoria será de Fideicomitentes que tengan o representen por lo menos el 70 % (setenta por ciento) de las Participaciones. No habrá quórum mínimo en segunda convocatoria.

Los Fideicomitentes podrán concurrir por sí o por representantes debidamente designados mediante carta poder con firma certificada por Escribano Público. Dicha acreditación deberá hacerse con 5 (son cinco) días hábiles de anticipación ante la Fiduciaria.

El llamado en primera y segunda convocatoria se podrá realizar simultáneamente, pero la Asamblea en segunda convocatoria deberá tener lugar por lo menos una hora después de la fijada para la primera.

Cada Fideicomitente tendrá derecho a un voto, y las resoluciones se adoptarán por mayoría absoluta de los votos presentes emitidos. Las abstenciones se reputarán votos no emitidos.

En el supuesto de insuficiencia del Patrimonio Fiduciario, la Fiduciaria convocará a Asamblea de Fideicomitentes B, debiendo las decisiones que resuelvan las normas de administración y liquidación del Patrimonio Fiduciario, ser adoptadas con el voto favorable de por lo menos el 60 % (SESENTA por ciento) del total de Fideicomitentes.

En caso de que no se llegue al voto del 60 % del total de Fideicomitentes, se convocará a una nueva Asamblea y en caso de que en esta última suceda lo mismo, se podrá proceder conforme a lo establecido en la Sección XIV del referido Contrato.

No será necesaria la convocatoria a Asamblea ni reunión de Asamblea, aún cuando se prevea en otras disposiciones del referido Contrato, cuando las decisiones sean tomadas mediante Instrucciones de los Fideicomitentes.

Los Fideicomitentes B morosos podrán participar en las Asambleas pero no tendrán derecho a voto.

Comité Asesor

La Fiduciaria y TECNOREL, previa consulta al representante de los Fideicomitentes A y B, tendrán la facultad de convocar a un Comité Asesor cuando estimen necesario que un tercero independiente se expida sobre alguna cuestión compleja en cuanto a la administración de las obras que surja en el correr de la ejecución del Contrato de Fideicomiso Financiero Campiglia & Pilay I.

Dicho Comité estará integrado por tres personas ajenas al Contrato de Fideicomiso Financiero Campiglia & Pilay I, una designada por la Fiduciaria, otra por la Empresa Constructora y la tercera de común acuerdo entre ambos designados; y cumplirá la función de un órgano consultivo.

Sus dictámenes no serán vinculantes sino que servirán a los efectos de un asesoramiento en cuestiones complejas.

Comité Ejecutivo

La Fiduciaria y Germán Campiglia y Alvaro Piña en su calidad de Fideicomitentes A tendrán la facultad de designar un Comité Ejecutivo integrado por 2 o más personas, nombradas una por la Fiduciaria y otra en forma conjunta por Germán Campiglia y Alvaro Piña, para llevar a cabo las obligaciones previstas en el contrato de Fideicomiso Financiero Campiglia & Pilay I y la mejor concreción y funcionamiento del referido Fideicomiso. Dicha facultad de los Fideicomitentes A perdurará mas allá de los reintegros. El Comité Ejecutivo estará facultado para: 1. adoptar decisiones que incidan en el manejo de fondos e inversiones; préstamos, garantías, administración; 2. Aceptar y controlar distribución de honorarios, calidad de las obras y el cumplimiento de los plazos constructivos; 3. incidir en procedimientos administrativos y uso de marcas; 4. Diseñar políticas de marketing que no alteren las líneas fundamentales del SISTEMA PILAY, ni el concepto de negocio definido como “ahorro en ladrillos”, sustancialmente distinto a la venta de inmuebles; 5. Solicitar auditorías externas, coordinar reintegro de aportes de Fideicomitentes A y todas las situaciones no previstas en el referido contrato.- La presente enumeración no es taxativa, pudiendo realizar todas aquellas tareas necesarias o convenientes para la función asignada, contando con amplias facultades de contralor.

Sus decisiones serán vinculantes para las partes - En caso de desacuerdo se requerirá el arbitraje del Auditor Contable - Financiero, de tratarse de cuestiones jurídicas, financieras o comerciales, y del profesional idóneo que de común acuerdo designen las partes, para otras materias de análisis, quien, al momento de decidir, deberá valorar, la experiencia de los accionistas de Tecnorel S.A. en la construcción de inmuebles y la de los accionistas de Pilay Uruguay S.A. (actualmente en transformación a Pilay Uruguay Administradora de Fondos de Inversión S.A) en la administración y promoción del SISTEMA PILAY y la incidencia que tal experiencia tiene en los temas en debate.

FIDEICOMISO CAMPIGLIA PILAY (40893 09)
ESTADOS CONTABLES
EJERCICIO TERMINADO AL 31 DE DICIEMBRE DE 2010
CON DICTAMEN DEL AUDITOR

FIDEICOMISO CAMPIGLIA PILAY (40893 09)

Estados Contables correspondientes al ejercicio finalizado al 31 de diciembre de 2010 con dictamen del auditor

CONTENIDO

· Dictamen del auditor
· Estado de situación patrimonial
· Estado de resultados
· Estado de evolución del patrimonio
· Estado de origen y aplicación de fondos
· Anexo - Cuadro de bienes de uso y depreciaciones
· Notas a los estados contables

UY$ - Pesos uruguayos
USD - Dólares estadounidenses

DICTAMEN DEL AUDITOR INDEPENDIENTE

A los Señores Fideicomitentes
FIDEICOMISO CAMPIGLIA (40893 09)

1. Hemos auditado los estados contables en pesos uruguayos adjuntos del FIDEICOMISO CAMPIGLIA PILAY (40893 09), que incluyen el estado de situación patrimonial al 31 de diciembre de 2010 y los correspondientes estados de resultados, de evolución del patrimonio, y de flujos de efectivo por el ejercicio finalizado en esa fecha, el Anexo, y las notas explicativas a los estados contables que contienen un resumen de las políticas contables significativas aplicadas.

2. Responsabilidad de la Dirección por los estados contables

La Dirección de la sociedad es responsable de la preparación y presentación razonable de los estados contables de acuerdo con las normas contables adecuadas en el Uruguay. Dicha responsabilidad incluye: diseñar, implementar y mantener un sistema de control interno apropiado para que dichos estados contables no incluyan distorsiones significativas originadas en fraudes o errores, seleccionar y aplicar políticas contables apropiadas, y realizar las estimaciones contables que sean razonables en las circunstancias.

3. Responsabilidad del auditor

Nuestra responsabilidad es expresar una opinión sobre los estados contables mencionados en el primer párrafo, basada en nuestra auditoría. Hemos conducido nuestra auditoría de acuerdo con normas de auditoría generalmente aceptadas en el Uruguay recogidas en nuestro país por el Pronunciamiento N° 18 del Colegio de Contadores, Economistas y Administradores del Uruguay. Estas normas requieren que cumplamos con requisitos éticos y que planifiquemos y realicemos la auditoría con el objetivo de obtener un grado razonable de seguridad acerca de la inexistencia de distorsiones significativas en los estados contables.
Una auditoría incluye la ejecución de procedimientos para obtener evidencia de auditoría sobre las cifras y otra información expuesta en los estados contables. Los procedimientos seleccionados dependen del juicio del auditor incluyendo la evaluación de los riesgos de que existan distorsiones significativas en los estados contables, originadas en fraudes o errores. Al realizar dichas evaluaciones de riesgo, el auditor considera el control interno existente en la Institución, en lo que sea relevante para la preparación y presentación razonable de los estados contables, con la finalidad de diseñar procedimientos de auditoría que sean apropiados en las circunstancias, pero no con el propósito de

expresar una opinión sobre la eficacia del sistema de control interno de la Institución. Una auditoría incluye asimismo la evaluación del grado de adecuación de las políticas contables utilizadas y la razonabilidad de las estimaciones contables realizadas por la Dirección, así como la evaluación de la presentación de los estados contables tomados en conjunto.
Consideramos que la evidencia de auditoría que hemos obtenido es suficiente y apropiada para sustentar nuestra opinión de auditoría.

4. Normas contables aplicadas
Como se describe en la Nota 2 los estados contables han sido preparados de acuerdo con las normas contables adecuadas en el Uruguay.

5. Opinión
En nuestra opinión, los estados contables mencionados presentan razonablemente, en todos sus aspectos significativos, los activos, pasivos y patrimonio del FIDEICOMISO CAMPIGLIA PILAY (40893 09) al 31 de diciembre de 2010 y sus ganancias y pérdidas en el ejercicio finalizado en esa fecha de acuerdo a las normas contables señaladas en la nota 2.

6. Otros asuntos
Sin afectar nuestra opinión, resaltamos que el Fideicomiso a la fecha de emisión del presente informe se encuentra en trámite de transformación de fideicomiso de administración a fideicomiso financiero, en cumplimiento de la comunicación efectuada por el Banco Central del Uruguay el pasado 18 de octubre de 2010.

7. Nuestra relación con el FIDEICOMISO CAMPIGLIA PILAY (40893 09) es de contadores públicos independientes.

Montevideo, 31 de mayo de 2011

Cra. Andrea Beltrán
Gerente de Auditoría
N° de inscripción en la Caja de Jubilaciones
y Pensiones de Profesionales Universitarios
80.486

FIDEICOMISO CAMPIGLIA PILAY S.A. (40893 09)
Estado de Situación Patrimonial al
31 de Diciembre de 2010
(Cifras expresadas en pesos uruguayos)

		31/12/2010	31/12/2009
ACTIVO	**Nota**	**UY$**	**UY$**
Activo Corriente			
DISPONIBILIDADES			
Caja y bancos	2.6; 4.1	1.809.724	290.641
		1.809.724	**290.641**
CRÉDITOS POR VENTAS			
Cuentas a cobrar	4.2	862.691	57.970
		862.691	**57.970**
OTROS CRÉDITOS			
Adelanto de obra en construcción	4.3	4.705.713	-
Crédito fiscal	4.4	4.383.000	1.319.888
Adelantos al personal		168.362	-
Créditos varios		180.060	-
Pilay Uruguay S.A. (Fiduciaria)	4.5	-	3.185.008
		9.437.135	**4.504.896**
Total Activo Corriente		**12.109.550**	**4.853.507**
Activo No Corriente			
OTROS CRÉDITOS			
Impuesto diferido	4.10	9.411.939	-
		9.411.939	
BIENES DE USO			
Valores originales	Anexo; 2.8	1.634.661	1.473.215
Menos:			
Depreciación acumulada		(351.240)	-
		1.283.421	**1.473.215**
Total Activo No Corriente		**10.695.360**	**1.473.215**
TOTAL ACTIVO		**22.804.910**	**6.326.722**

FIDEICOMISO CAMPIGLIA PILAY S.A. (40893 09)
Estado de Situación Patrimonial al
31 de Diciembre de 2010
(Cifras expresadas en pesos uruguayos)

		31/12/2010	31/12/2009
PASIVO Y PATRIMONIO		**UY$**	**UY$**
Pasivo Corriente			
DEUDAS COMERCIALES			
Proveedores plaza		559.243	452.196
Pilay Uruguay S.A. (Fiduciaria)	4.5	221.874	-
		781.117	**452.196**
DEUDAS DIVERSAS			
Provisiones varias	4.6	189.471	78.176
Sueldos a pagar		137.579	136.371
Acreedores por cargas sociales		581.300	238.061
Provisiones salariales	4.6	1.120.752	-
Varios		-	17.504
		2.029.102	**470.112**
Total Pasivo Corriente		**2.810.219**	**922.308**
Pasivo No Corriente			
DEUDAS DIVERSAS			
Aportes fideicomitentes B	4.7	26.133.682	1.688.718
Aportes fideicomitentes A	4.8	23.388.986	11.579.602
Intereses a pagar		81.796	-
		49.604.464	**13.268.320**
Total Pasivo No Corriente		**49.604.464**	**13.268.320**
TOTAL PASIVO		**52.414.683**	**14.190.628**
PATRIMONIO			
RESULTADOS ACUMULADOS			
Resultado de ejercicios anteriores	4.9	(7.863.906)	
Resultado del ejercicio		(21.745.867)	(7.863.906)
		(29.609.773)	**(7.863.906)**
Total de Patrimonio		**(29.609.773)**	**(7.863.906)**
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO		**22.804.910**	**6.326.722**

FIDEICOMISO CAMPIGLIA PILAY S.A (40893 09)
Estado de Resultados
Por el ejercicio finalizado el 31 de Diciembre de 2010
(Cifras expresadas en pesos uruguayos)

	Nota	Período: 01/01/2010 31/12/2010 UY$	Período: 01/01/2009 31/12/2009 UY$
EGRESOS OPERATIVOS			
Remuneraciones		(12.394.055)	(1.321.716)
Gastos de marketing y publicidad		(5.720.652)	(2.766.419)
Leyes sociales		(2.997.196)	(192.458)
Alquileres		(2.593.114)	(54.963)
Movilidad y viáticos		(1.852.351)	(1.003.279)
Gastos de representación		(975.993)	(373.038)
Honorarios y servicios profesionales		(740.114)	(785.954)
Otros gastos deL personal		(695.978)	(608.990)
Gastos mensuales		(637.130)	(177.553)
Gastos de papelería		(339.676)	(307.558)
Amortizaciones		(351.241)	-
Gastos de mantenimiento		(115.547)	(185.427)
Impuestos		(105.654)	-
Gastos varios		(61.553)	(92.728)
Gastos de envío		(56.943)	(1.369)
Donaciones		(52.150)	-
Seguros		(26.963)	(25.456)
		(29.716.310)	**(7.896.908)**
RESULTADOS FINANCIEROS			
Intereses perdidos		(1.044.020)	-
Diferencia de cambio ganada		(41.842)	51.716
Diferencia de cambio perdida		-	(460)
Gastos bancarios		(355.084)	(18.254)
		(1.440.946)	**33.002**
IMPUESTO A LA RENTA			
Impuesto a la renta diferido		9.411.939	-
Impuesto a la renta corriente	2,12	(550)	-
		9.411.389	**-**
RESULTADO NETO		**(21.745.867)**	**(7.863.906)**

FIDEICOMISO CAMPIGLIA PILAY S.A. (40893 09)
Estado de Evolución del Patrimonio
31 de Diciembre de 2010
(Cifras expresadas en pesos uruguayos)

	Resultados Acumulados	Patrimonio Total
Saldos iniciales al 01/01/09		
	-	**-**
Movimientos del ejercicio		
RESULTADO DEL EJERCICIO	(7.863.906)	(7.863.906)
	(7.863.906)	**(7.863.906)**
Saldos finales al 31/12/09		
GANANCIAS RETENIDAS		
Resultados acumulados	(7.863.906)	(7.863.906)
	(7.863.906)	**(7.863.906)**
Modificaciones al saldo inicial		-
Saldos iniciales al 01/01/10 modificados	**(7.863.906)**	**(7.863.906)**
Movimientos del ejercicio		
GANANCIAS RETENIDAS		
RESULTADO DEL EJERCICIO	(21.745.867)	(21.745.867)
	(21.745.867)	**(21.745.867)**
Saldos finales al 31/12/10		
GANANCIAS RETENIDAS		
Resultados acumulados	(29.609.773)	(29.609.773)
	(29.609.773)	**(29.609.773)**

FIDEICOMISO CAMPIGLIA PILAY S.A. (40893 09)
Estado de Flujos de Efectivo
Por el ejercicio finalizado el 31 de Diciembre de 2010
(Cifras expresadas en pesos uruguayos)

	Período: 01/01/2010 31/12/2010 UY$	Período: 01/01/2009 31/12/2009 UY$
FLUJO DE EFECTIVO RELACIONADO CON ACTIVIDADES OPERATIVAS		
Resultado del ejercicio	(21.745.867)	(7.863.906)
Ajustes:		
Depreciación	351.241	-
RESULTADO DE OPERACIONES	**(21.394.626)**	**(7.863.906)**
Variaciones de rubros operativos		
Créditos por ventas	(804.721)	(57.970)
Otros créditos	(14.344.178)	(11.646.471)
Deudas comerciales	328.921	452.196
Deudas diversas	37.895.133	20.880.006
FONDOS PROVENIENTES DE OPERACIONES	**23.075.155**	**9.627.761**
FONDOS PROVENIENTES DE ACTIVIDADES OPERATIVAS	**1.680.529**	**1.763.855**
FLUJO DE EFECTIVO RELACIONADO CON INVERSIONES		
Compras de bienes de uso	(177.039)	(1.473.214)
Ventas de bienes de uso	15.593	
EFECTIVO APLICADO A INVERSIONES	**(161.446)**	**(1.473.214)**
Variación neta de disponibilidades	1.519.083	290.641

Disponibilidades al inicio del ejercicio	290.641	-
Disponibilidades al cierre del ejercicio	**1.809.724**	**290.641**

FIDEICOMISO CAMPIGLIA PILAY S.A. (40893 09)

Cuadro de Bienes de Uso y Depreciaciones al

31 de Diciembre de 2010

(Cifras expresadas en pesos uruguayos)

	VALORES ACTUALIZADOS				DEPRECIACIONES				
RUBROS	**Valores al inicio del ejercicio**	**Aumentos**	**Disminuciones**	**Valores al cierre del ejercicio**	**Acumuladas al inicio del ejercicio**	**Del ejercicio Tasa**	**Importe**	**Acumuladas al cierre del ejercicio**	**Valores Netos**
Obra civil mejoras inmuebles de terceros	636.397	-	-	**636.397**	-	25%	181.414	181.414	**454.983**
Muebles y útiles	516.518	70.674	(12.965)	**574.227**	-	10%	53.946	53.946	**520.281**
Equipos informáticos	296.269	44.454	(2.628)	**338.095**	-	33%	109.591	109.591	**228.504**
Instalaciones	24.031	61.911	-	**85.942**	-	10%	6.289	6.289	**79.653**
TOTAL	**1.473.215**	**177.039**	**(15.593)**	**1.634.661**	**-**		**351.240**	**351.240**	**1.283.421**

FIDEICOMISO CAMPIGLIA PILAY S.A. (40893 09)
Cuadro de Bienes de Uso y Depreciaciones al
31 de Diciembre de 2009
(Cifras expresadas en pesos uruguayos)

	VALORES ACTUALIZADOS				DEPRECIACIONES				
RUBROS	Valores al inicio del ejercicio	Aumentos	Disminuciones	Valores al cierre del ejercicio	Acumuladas al inicio del ejercicio	Del ejercicio Tasa	Del ejercicio Importe	Acumuladas al cierre del ejercicio	Valores Netos
Obra civil mejoras inmuebles de terceros	-	636.397	-	**636.397**	-	25%	-	-	**636.397**
Muebles y útiles	-	516.518	-	**516.518**	-	10%	-	-	**516.518**
Equipos informáticos	-	296.269	-	**296.269**	-	33%	-	-	**296.269**
Instalaciones	-	24.031	-	**24.031**	-	10%	-	-	**24.031**
TOTAL	**-**	**1.473.215**	**-**	**1.473.215**	**-**	**-**		**-**	**1.473.215**

FIDEICOMISO CAMPIGLIA PILAY (40893 09)

NOTAS A LOS ESTADOS CONTABLES AL 31 DE DICIEMBRE DE 2010

1. INFORMACIÓN BÁSICA

1.1 Naturaleza jurídica

FIDEICOMISO CAMPIGLIA PILAY Nº 40893 09, es un fideicomiso constituido bajo el régimen de fideicomiso de administración según categorización dada por la Ley Nº 17.703, que inició actividades el 24 de agosto de 2009.

1.2 Actividad principal

El objetivo del Fondo Fiduciario es adquirir un inmueble y posteriormente llevar adelante la construcción del conjunto, con la consecuente división en propiedad horizontal, y la adjudicación de las unidades a los beneficiarios.

Figuras del fideicomiso:

Fiduciaria: Pilay Uruguay S.A. (En proceso de cambio de objeto y denominación a PILAY URUGUAY ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A.) – en adelante Pilay Uruguay S.A. - quien de acuerdo a lo establecido en el contrato de Fideicomiso, se compromete a administrar y concretar el negocio fiduciario.

Fideicomitentes: Son las personas físicas y jurídicas que se adhirieron al contrato de fideicomiso y se obligaron a aportar la totalidad de los fondos necesarios para comprar el inmueble y para hacer frente al pago de todos los costos y gastos que demande. Los Fideicomitentes se clasifican en A y B, siendo los primeros: Germán Campiglia, Álvaro Piña y Javier Vigo Leguizamón. Los Fideicomitentes B son las personas que firman el contrato de adhesión al Fideicomiso.

Beneficiarios: Son los Fideicomitentes B o las personas designadas por ellos y debidamente comunicadas a la Fiduciaria que resulten adjudicatarios de los departamentos y casas a construir de acuerdo al contrato de Fideicomiso.

1.3 Transformación del contrato

En virtud de cumplir con lo requerido por el Banco Central del Uruguay, mediante comunicación efectuada el 18 de octubre de 2010, el fideicomiso ha iniciado los trámites necesarios para transformarse en Fideicomiso Financiero.

2. PRINCIPALES POLÍTICAS CONTABLES

A continuación se detallan aquellas políticas contables más significativas seguidas por la empresa para la preparación de sus estados contables.

2.1 Bases de presentación

Las políticas contables de la empresa, utilizadas para la preparación de los estados contables, están de acuerdo con las normas contables adecuadas en el Uruguay establecidas por el Decreto N° 266/007 y siguientes y están presentados de acuerdo con la exposición requerida por los Decretos N° 103/991 y 37/010.

A partir del Decreto N° 266/007 emitido el 31 de julio de 2007, son de aplicación obligatoria en Uruguay las Normas Internacionales de Información Financiera vigentes y traducidas al español a dicha fecha, manteniendo la presentación de los estados contables de acuerdo a los Decretos N°103/991 y 037/010. Estimamos que este cambio de normas contables no provoca cambios significativos en las políticas contables utilizadas por la sociedad.

Al amparo de la aplicación del Decreto N° 65/10 emitido el 19 de febrero del 2010, que sustituye el primer artículo del Decreto 135/09, el fideicomiso no expone sus estados contables ajustados por inflación.

Los estados contables al 31 de diciembre de 2009, que se presentan con propósitos comparativos, se expresan a valores del 31 de diciembre de 2009 y han sido objeto de auditoría a la mencionada fecha.

2.2 Unidad de medida

El Fideicomiso ha definido como moneda funcional al peso uruguayo para confeccionar los estados contables, por ser la moneda en la cual están nominados la mayoría de los fondos recibidos y las erogaciones realizadas.

2.3 Bases contables

Los estados contables han sido preparados sobre la base convencional del costo histórico en pesos uruguayos, con excepción de los saldos en moneda extranjera, que figuran valuados de acuerdo con los criterios explicados en la Nota 2.4.

2.4 Conversión a pesos uruguayos de las operaciones en moneda extranjera

Las operaciones relacionadas con moneda extranjera se contabilizaron por su equivalente en pesos uruguayos al tipo de cambio vigente en el mercado a la fecha de concreción de las transacciones.

Los activos y pasivos en moneda extranjera existentes al cierre del ejercicio fueron expresados en pesos uruguayos al tipo de cambio vigente a esa fecha y la diferencia resultante fue volcada al resultado del ejercicio. Ver Nota 3.

2.5 Criterio general de valuación de activos y pasivos

Los activos y pasivos han sido valuados sobre la base del costo que inicialmente se desembolsó para su adquisición o del compromiso asumido respectivamente.

2.6 Disponibilidades

Se consideran disponibilidades a los fondos disponibles en caja así como los depósitos en cuenta corriente mantenidos en instituciones financieras.

2.7 Créditos

Los créditos se presentan por sus valores nominales. Dada la operativa que registra el Fideicomiso, en relación a sus ingresos, la gerencia ha determinado no crear una provisión por incobrables, ya que a su entender no existen riesgos de cobro, o estos no son significativos.

2.8 Bienes de uso

Los bienes de uso se presentan valuados a su costo histórico de adquisición en pesos uruguayos.

La depreciación se calcula por el método lineal en función de la vida útil estimada de los respectivos activos.

Las tasas anuales de deprecación utilizadas varían según el tipo de bien y se detallan en el Anexo.

La depreciación del ejercicio terminado al 31 de diciembre de 2010 ascendió a UY$ 351.240.

La Gerencia y Dirección del Fideicomiso estiman que el valor neto contable de los bienes no supera su valor neto de realización y que al cierre de cada ejercicio no ha ocurrido ninguna pérdida por deterioro de los bienes de uso.

2.9 Provisiones

Las provisiones se reconocen contablemente cuando el Fideicomiso tiene una obligación presente (legal o contractual) como resultado de un suceso pasado, es probable que se deban afectar recursos para cancelar tales obligaciones en el futuro y las mismas puedan estimarse en forma fiable.

2.10 Instrumentos financieros

Los principales instrumentos financieros del Fideicomiso están compuestos por caja, depósitos en cuentas corrientes bancarias y créditos.

El principal propósito de mantener activos más líquidos es el de proporcionar disponibilidades financieras al Fideicomiso para que pueda hacer frente a sus necesidades operativas. El Fideicomiso no ha contratado instrumentos financieros derivados en los ejercicios terminados al 31 de diciembre del 2010.

El Fideicomiso ha definido que los principales riesgos que se derivan de los mencionados instrumentos financieros son el riesgo crediticio y ha elaborado y puesto en vigencia políticas adecuadas de administración de este riesgo que se basa formalmente en el monitoreo periódico de los mismos por parte de la Dirección.

2.11 Uso de estimaciones

La preparación de estados contables a una fecha determinada requiere que la Dirección y Gerencia realicen estimaciones y evaluaciones que afectan el monto de los importes reportados de activos y pasivos, la revelación de activos y pasivos contingentes, así como las ganancias y pérdidas del ejercicio. Los resultados reales que ocurran en el futuro pueden diferir de las estimaciones y evaluaciones realizadas por la Dirección y Gerencia del Fideicomiso.

2.12 Recuperabilidad del valor de los activos no corrientes

Al cierre de cada ejercicio la Gerencia y Dirección del Fideicomiso evalúan si existe alguna indicación de desvalorización de los activos no corrientes. Si existe alguna indicación de desvalorización la Gerencia del Fideicomiso estima el respectivo valor recuperable y si éste es menor que el valor neto contable se reconoce la correspondiente pérdida de valor del activo respectivo. Al cierre del ejercicio 31 de diciembre de 2010 no se han reconocido contablemente ajustes por este concepto.

2.13 Impuesto a la renta e impuesto a la renta diferido

Para la contabilización del impuesto a la renta la empresa utiliza el criterio contable de reconocer el pasivo real por el impuesto generado en cada ejercicio.

Al 31 de diciembre del 2010 el fideicomiso presenta una ganancia por impuesto diferido de UY$ 9.411.939.

2.14 Definición del capital a mantener y determinación del resultado

Para la determinación del resultado se adoptó el concepto de capital financiero.

2.15 Criterio de lo devengado y reconocimiento de resultados

Para el reconocimiento de resultados se adoptó el principio de lo devengado, considerando el momento en el que se generan o incurren, independientemente de la oportunidad en que se perciben o desembolsan.

Los ingresos en general son reconocidos cuando es probable que los beneficios económicos futuros ingresen al patrimonio del fideicomiso como consecuencia de las transacciones llevadas a cabo por él.

Los egresos incluidos en el Estado de resultados se muestran por el importe que originalmente se obtuvo o se desembolsó por los bienes o servicios, ajustados en función de lo expresado en la Nota 2.3.

2.16 Definición de fondos adoptada para la preparación del estado de origen y aplicación de fondos

Se utilizó el concepto de fondos igual efectivo y equivalentes.

3. POSICIÓN EN MONEDA NACIONAL Y TIPO DE CAMBIO

3.1 Los activos y pasivos en moneda extranjera se resumen de esta manera:

	31/12/2010		31/12/2009	
	USD	UY$	USD	UY$
Disponible	**-**	**-**	**536**	**10,532**
Banco Credit Agricole Uruguay	**48,854**	**982,112**	**4,923**	**98,974**
Total activo	48,854	982,112	5,459	109,506
Proveedores	**12,380**	**248,875**	**2,884**	**56,633**
Aportes Fideicomitentes A	**1,117,097**	**22,457,001**	**309,882**	**6,085,153**
Intereses aportes Fideicomitentes A	**46,361**	**931,995**	**18,335**	**360,044**
Total pasivo	1,175,838	23,637,871	331,101	6,501,830
Posición neta (pasiva) / activa	(1,126,984)	(22,655,759)	(325,642)	(6,392,324)

3.2. Al 31 de diciembre de 2010 y 2009 el tipo de cambio de un dólar estadounidense era de $ 20,103 y de $ 19,637 respectivamente

4. INFORMACIÓN REFERENTE A LOS ESTADOS CONTABLES

4.1 Disponibilidades

La composición del rubro al 31 de diciembre de 2010 y al 31 de diciembre de 2009 es la siguiente:

	31/12/2010 UY$	**31/12/2009 UY$**
Caja	146,297	54,704
Banco Credit Agricole Uruguay	1,663,427	235,937
Total	**1,809,724**	**290,641**

4.2 Cuentas a cobrar

En este rubro se reflejan los importes que el fideicomiso tiene a cobrar de las instituciones que realizan gestión de cobranza de los fondos pagados por los Fideicomitentes B.

Al cierre del ejercicio 2010 se incluyen en este saldo los importes adeudados por empresas de intermediación financieras, por concepto de cobros con tarjetas de crédito.

4.3 Adelanto de obra en construcción

Con fecha 19 de agosto de 2010 la Fiduciaria Pilay Uruguay S.A. firmo en representación del Fideicomiso Campiglia & Pilay, un acuerdo de inversión con la empresa EBISUR S.A.

Mediante el referido documento, se acuerda la cofinanciación del Edificio Torreseis. El Fideicomiso Campiglia & Pilay participará mediante aportes financieros en la construcción, asumiendo un 19,912% del costo total de la obra; lo que equivale a la suma aproximada de UY$ 33.240.294.

A fin de cumplir con lo acordado, el Fideicomiso efectúa entregas de dinero según un cronograma previsto. En caso de incumplimiento con el citado cronograma se devengará un interés moratorio a la tasa efectiva anual del 15% desde el día previsto de pago hasta su efectiva cancelación.

Al 31 de diciembre de 2010, la obra en construcción ha tenido un avance del 19.74%, y la cuota parte correspondiente al Fideicomiso y pagada por éste asciende a UY$ 4.705.713, los cuales fueron contabilizados dentro del rubro “Adelanto de Obra en Construcción”.

4.4 Crédito fiscal

La composición del rubro al 31 de diciembre de 2010 y al 31 de diciembre de 2009 es la siguiente:¡Error! Vínculo no válido.
Saldos con la Fiduciaria (Pilay Uruguay S.A.)

	31/12/2010 UY$	31/12/2009 UY$
Saldo de IVA a favor	**4,226,175**	**1,319,888**
Anticipos de impuestos	**104,893**	**-**
Retenciones Dec.94/02	**51,932**	**-**
Total	4,383,000	1,319,888

4.5 Saldos con la Fiduciaria (Pilay Uruguay S.A.)

Los saldos con la fiduciaria al 31 de diciembre de 2010 representan los honorarios a pagar por la administración del fideicomiso.

El detalle de los saldos al cierre del presente ejercicio y del anterior, se detallan a continuación:

	31/12/2010 UY$	**31/12/2009 UY$**
Otros créditos		
Pilay Uruguay S.A.	-	3,185,008
Total	**-**	**3,185,008**
Deudas comerciales		
Pilay Uruguay S.A.	221,874	-
	-	
Total	**221,874**	**-**

Las transacciones efectuadas entre el Fideicomiso y la Fiduciaria Pilay Uruguay S.A. en los ejercicios, son los que se detallan a continuación:

	31/12/2010 UY$	31/12/2009 UY$
Resultados operativos		
Honorarios	360,563	-
Por recupero de gastos	4,531,190	2,374,799
Total	**4,891,753**	**2,374,799**

4.6 Provisiones varias

Las provisiones varias se componen según el siguiente detalle:

	31/12/2010 UY$	31/12/2009 UY$
Provisiones salariales	**1,120,752**	**-**
Provisión honorarios auditoria	**189,471**	**78,176**
Total	**1,310,223**	**78,176**

4.7 Aportes Fideicomitentes B

El saldo corresponde a las cuotas abonadas por los Fideicomitentes B de acuerdo al siguiente detalle:

	31/12/2010 UY$	31/12/2009 UY$
UV001 - Espera	17,408,176	1,161,178
UJ001 - Espera	5,901,917	197,550
Cuota suscripción	1,631,360	278,360
Ampliación constructiva	1,066,159	50,630
Gastos por certificación	43,500	1,000
UV001 - Adjudicado	41,625	-
UJ001 - Adjudicado	27,968	-
Otros	12,977	-
Total	**26,133,682**	**1,688,718**

Finalizado el trámite de inscripción del fideicomiso como financiero, y autorizada su oferta pública, serán emitidos los certificados de participación para los Fideicomitentes B; los que serán considerados en el próximo ejercicio dentro del patrimonio neto del fideicomiso. Hasta entonces, circunstancialmente, los aportes de los Fideicomitentes B se exponen en el pasivo.

4.8 Aportes Fideicomitentes A

En función de lo dispuesto en el Punto 6.1 de la sección VI del contrato de Fideicomiso, los aportes de los Fideicomitentes A han sido contabilizados como pasivos del Fideicomiso. Estos aportes, necesarios para la puesta en marcha del fideicomiso, serán reintegrados en la medida que el flujo de fondos proveniente de los aportes de los Fideicomitentes B lo torne posible.

4.9 Resultados acumulados

De acuerdo a lo establecido en el contrato del fideicomiso (cláusula 1.3) su objeto es la construcción de los departamentos y/o casas. Es requisito previo para el logro del objetivo final la promoción, constitución y administración del fideicomiso, para lo cual – de acuerdo a lo establecido en la cláusula 6.3 derechos y obligaciones de la Fiduciaria – los Fideicomitentes instruyen a la fiduciaria una serie de tareas y otros actos necesario para el mejor logro del objetivo fijado, sin limitación alguna y con la obligación de rendir cuentas.

Los Fideicomitentes B asumen el pago de los costos constructivos y administrativos, los que fueron considerados a fin de determinar las obligaciones de dichos Fideicomitentes.

En el ejercicio 2009, actuando como fideicomiso de administración, se optó por activar los gastos de administración como un componente más de las inversiones reflejadas en el activo conjuntamente con la construcción.

En el ejercicio 2010, encontrándose el Fideicomiso Campiglia & Pilay realizando ante el Banco Central del Uruguay las gestiones para ser transformado en fideicomiso financiero, se presentaron dos opciones con respecto a la forma de imputar las erogaciones por gastos de administración: a) mantener el criterio del ejercicio 2009; b) imputar estas erogaciones como gastos del ejercicio.

El fideicomiso optó por esta segunda opción, de manera transitoria, hasta tanto concluyan las gestiones para ser inscripto como fideicomiso financiero y se fije un criterio definitivo de acuerdo a la legislación que regula a los fideicomisos financieros.

Debido a la aplicación del criterio mencionado el fideicomiso tendrá circunstancialmente resultados negativos los que se irán revirtiendo a medida que los Fideicomitentes B vayan cancelando los aportes que se obligan a realizar en el contrato de Fideicomiso (cláusula 6.2 Derechos y Obligaciones de los Fideicomitentes B). Dichos aportes contemplan los costos de construcción y los gastos de administración. De esta forma con ese ingreso el fideicomiso cumple con los compromisos constructivos, además de cancelar el pasivo generado con los Fideicomitentes A.

Ver Nota 8.

4.10 Impuesto diferido

a. Los saldos por impuesto diferido son los siguientes:

	31/12/2010	31/12/2009
	UY$	UY$
Activo por impuesto diferido	9,411,939	-
Pasivo por impuesto diferido	-	-
Saldo neto-activo/(pasivo)	**9,411,939**	**-**

b. La composición de los saldos por el impuesto a la renta del ejercicio es el que se detalla a continuación:

	31/12/2010	31/12/2009
	UY$	UY$
Impuesto corriente a la renta	-	-
Impuesto diferido	9,411,939	-
Pérdida neta por Impuesto a la renta	**9,411,939**	**-**

c. Los movimientos por impuesto diferido fueron los siguientes:

	Saldo al 31/12/2009	Cargo Resultado	Saldo al 31/12/2010
Bienes de Uso	-	68,147	68,147
PFEA	-	8,459,864	8,459,864
Proyecto de Inversión	-	883,928	883,928
Total activo / (pasivo) UY$	**-**	**9,411,939**	**9,411,939**

d. La conciliación entre el impuesto a la renta diferido y el resultado contable del ejercicio es la que se detalla a continuación:

	Monto Imponible	Impuesto 25%
Resultado Contable (antes de impuestos)	**(38,943,556)**	**(9,735,889)**
Revaluación bienes de uso del ejercicio - fiscal	(86,990)	(21,747)
Gastos no deducibles	10,859,118	2,714,780
Pérdidas fiscales ejercicios anteriores	(5,940,616)	(1,485,155)
Proyecto de inversión	(883,928)	(883,928)
Pérdida / (ganancia) neta por impuesto a la renta		**(9,411,939)**

5. PROYECTO DE INVERSIÓN

El día 30 de julio de 2010, el Poder Ejecutivo declaró promovida la actividad del proyecto de inversión presentado por el Fideicomiso Campiglia & Pilay Nº 40893/09, tendiente al desarrollo de la administración de la empresa por un monto de UI 1.233.183.

6. ADMINISTRACIÓN DE RIESGOS

El Fideicomiso identifica los riesgos que afectan el negocio, así como los efectos que estos riesgos tienen en los estados contables de la entidad.

Los estados contables no contemplan ajustes derivados de la situación económico-financiera del país, y en consecuencia, no incluyen contingencias al respecto.

No se han realizado provisiones por eventuales restricciones a la libre disponibilidad de fondos derivadas de disposiciones legales, que pudieran emitirse.

Los principales riesgos que afectan la operativa de la sociedad son:

6.1 Riesgo de mercado

La empresa se encuentra teóricamente expuesta a los siguientes factores de riesgo de mercado:

e. Tipo de cambio

La empresa mantiene una posición propia neta pasiva en Dólares Estadounidenses, la cual se presenta en la Nota 3, siendo su único activo en dicha moneda las disponibilidades; y los pasivos en dicha moneda son con proveedores y con los Fideicomitentes A. La sociedad no utiliza instrumentos de cobertura que le permitan neutralizar el riesgo de cambio.

f. Tasa de interés

Al 31 de diciembre de 2010, el Fideicomiso posee acuerdos de inversión y pasivos, que generan intereses y han sido relevados en notas anteriores.

6.2 Riesgo de crédito

Los principales activos financieros de la Sociedad están constituidos por los saldos bancarios, las cuentas por cobrar, y el crédito por el adelanto a la obra en construcción.

La empresa mantiene sus disponibilidades en un banco considerado de primera línea, no difiriendo su valor justo de los valores contables.

El riesgo crediticio de la Sociedad atribuible a sus cuentas por cobrar se encuentra concentrado en la empresa con quien firmó el acuerdo de inversión por la construcción del Edificio Torreseis, por lo que no se observan riesgos relevantes en este capítulo.

6.3 Riesgo de liquidez

Este riesgo es considerado no relevante por parte de la gerencia. La empresa posee activos líquidos suficientes en bancos de primera línea y en cuentas a cobrar, para hacer frente a los pasivos corrientes comprometidos.

7. DETALLE DEL PERSONAL SUPERIOR DE LA EMPRESA

El 5 de setiembre de 2009, se procedió a designar al Comité Ejecutivo, conforme al apartado 5.3 del contrato de Fideicomiso de Administración de Campiglia Pilay.

Se resolvió que estará integrado por un representante de Pilay Uruguay S.A. (que indistintamente podrán ser los señores Javier Vigo Leguizamón, Luis Oscar Trento, Mario Florencio Vigo Leguizamón, Marcelo Héctor Vorobiof, Mariano Salvador Dichino, Guillermo Agustín Añón, Javier Agustín Vigo y Gonzalo Crespi) y un representante designado por Germán Campiglia y Álvaro Piña, que podrá ser el Ing. Eduardo Campiglia, sin perjuicio de poder actuar indistintamente Germán Campiglia y Álvaro Piña como miembros del Comité Ejecutivo.

8. HECHOS POSTERIORES

Con posterioridad a la fecha de cierre del ejercicio; y como consecuencia de las gestiones que se realizan ante el Banco Central del Uruguay para transformar en financiero al Fideicomiso Campiglia & Pilay, este organismo de contralor requirió que una calificadora de riesgos evaluara las bases matemáticas y jurídicas del fideicomiso.

Evaluando las mismas, Standard & Poor's, ha asignado a los títulos de deuda serie 1 la calificación 'uy BBB (sf)'. La calificación se sustenta en un adecuado nivel de aforo inicial para los citados títulos provisto por los aportes de los Fideicomitentes B, las adecuadas características legales y financieras del fideicomiso a emitir y la buena calidad de gestión y administración de la cartera de aportes.

Dicha calificación implica haber concedido a tales títulos de deuda el grado de inversión (investment grade), calificación que sólo se concede a aquellas emisiones que presentan una adecuada capacidad para hacer frente a compromisos financieros futuros.

Standard & Poor's ha concluido que como resultado del análisis de sensibilidad y bajo los niveles actuales de las principales variables que afectan el proyecto (entre ellas, el nivel de inflación, costo de construcción, el nivel de salarios, y el nivel de actividad económico), los títulos de deuda serie 1 podrán ser pagados de acuerdo a las condiciones de emisión.

Asimismo, el proyecto en general dadas las condiciones actuales (para los aportantes existentes) podrá ser concluido en el plazo legal del fideicomiso financiero.

Ello demuestra que ha realizado una evaluación del negocio en su conjunto concluyendo que los compromisos constructivos asumidos con los Fideicomitentes B serán cumplidos.

La calificación de los títulos de deuda se ha realizado sobre la base de que su amortización se realizará cada año sólo una vez cumplido con la parte del calendario construcciones previsto en el contrato de fideicomiso como "Ritmo de Adjudicación" para los tenedores de certificados de participación que se encuentren al día con sus aportes.

PILAY URUGUAY S.A.
(En proceso de cambio de objeto y denominación a
PILAY URUGUAY ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A.)

Estados Contables correspondientes al ejercicio finalizado al 31 de marzo de 2011 con informe de compilación

CONTENIDO

• Informe de compilación
• Estado de situación patrimonial
• Estado de resultados
• Estado de evolución del patrimonio
• Estado de origen y aplicación de fondos
• Notas a los estados contables

UY$ - Pesos uruguayos
USD - Dólares estadounidenses

INFORME DE COMPILACIÓN

A los Señores Directores y Accionistas
PILAY URUGUAY S.A. - En proceso de cambio de objeto y denominación a
PILAY URUGUAY ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A.

1. Sobre la base de la información proporcionada por la dirección, hemos compilado los estados contables en pesos uruguayos adjuntos DE PILAY URUGUAY S.A. en proceso de cambio de objeto y denominación a PILAY URUGUAY ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A.; en adelante "PILAY URUGUAY S.A.", que incluyen el estado de situación patrimonial al 31 de marzo de 2011 y los correspondientes estados de resultados, de evolución del patrimonio, y de flujos de efectivo por el ejercicio finalizado en esa fecha, el Anexo, y las notas explicativas a los estados contables que contienen un resumen de las políticas contables significativas aplicadas.

2. Responsabilidad de la Dirección por los estados contables

La Dirección de la sociedad es responsable de la preparación y presentación razonable de los estados contables de acuerdo con las normas contables adecuadas en el Uruguay. Dicha responsabilidad incluye: diseñar, implementar y mantener un sistema de control interno apropiado para que dichos estados contables no incluyan distorsiones significativas originadas en fraudes o errores, seleccionar y aplicar políticas contables apropiadas, y realizar las estimaciones contables que sean razonables en las circunstancias.

3. Responsabilidad del compilador

Hemos conducido el trabajo de compilación de acuerdo con normas de contables generalmente aceptadas en el Uruguay recogidas en nuestro país por el Pronunciamiento N° 18 del Colegio de Contadores, Economistas y Administradores del Uruguay.

Una compilación se limita a la presentación en forma de estados contables de la información que surge del sistema contable, por lo que toda información en los referidos estados contables representa las afirmaciones de la Dirección de PILAY URUGUAY S.A.

No hemos auditado ni realizado una revisión limitada de los estados contables que se acompañan; por lo consiguiente, no expresamos opinión alguna sobre los referidos estados contables.

4. Normas contables aplicadas

Como se describe en la Norma 2 los estados contables han sido preparados de acuerdo con las normas contables adecuadas en el Uruguay.

5. Nuestra relación con PILAY URUGUAY S.A. es de contadores públicos independientes.

Montevideo, 15 de julio de 2011-07-15

Cra. Andrea Beltrán
Gerente de Auditoría
Nº de inscripción en la Caja de Jubilaciones
Y Pensiones de Profesionales Universitarios
80.486

PILAY URUGUAY S.A.

Estado de Situación Patrimonial al
31 de Marzo de 2011
(Cifras expresadas en pesos uruguayos)

		31/03/2011	31/12/2010
ACTIVO	**Nota**	**UY$**	**UY$**
Activo corriente			
DISPONIBILIDADES			
Caja y bancos	2.6; 4.1	226.426	434.861
Otros depósitos		57.515	-
		283.941	**434.861**
INVERSIONES TEMPORARIAS			
Depósitos en garantía	4.2	5.599.338	-
		5.599.338	**-**
OTROS CRÉDITOS			
Fideicomiso Campiglia Pilay Cta. Cte.	4.5	92.378	221.874
Crédito fiscal	4.3	82.236	140.592
		174.614	**362.466**
Total activo corriente		**6.057.893**	***797.327***
TOTAL ACTIVO		***6.057.893***	***797.327***

PILAY URUGUAY S.A.

Estado de Situación Patrimonial al
31 de Marzo de 2011
(Cifras expresadas en pesos uruguayos)

		31/03/2011	31/12/2010
PASIVO Y PATRIMONIO		**UY$**	**UY$**
Pasivo corriente			
DEUDAS DIVERSAS			
Acreedores fiscales		60.118	241.978
Provisiones varias	4.4	147.703	213.329
		207.821	**455.307**
Total pasivo corriente		**207.821**	**455.307**
TOTAL PASIVO		***207.821***	***455.307***
PATRIMONIO			
CAPITAL			
Capital integrado	4.6	469.500	469.500
Capital integrado en trámite	4.7	5.599.338	-
		6.068.838	**469.500**
RESULTADOS ACUMULADOS			
Resultado de ejercicios anteriores		(127.480)	(118.449)
Resultado del ejercicio		(91.286)	(9.031)
		(218.766)	**(127.480)**
Total de patrimonio		**5.850.072**	**342.020**
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO		**6.057.893**	**797.327**

CAMPIGLIA
PILA.UY

PILAY URUGUAY S.A.

Estado de Resultados
Por el período finalizado el 31 de marzo de 2011
(Cifras expresadas en pesos uruguayos)

	Nota	Período: 01/01/2011 31/03/2011 UY$	Período - NO AUDITADO -: 01/01/2010 31/03/2010 UY$
GASTOS DE ADMINISTRACIÓN Y VENTAS	4,8	(24.983)	(363.822)
RESULTADOS DIVERSOS			
Otros ingresos		1.830	-
Recupero de gastos		273.263	-
Costo por recupero de gastos		(273.263)	-
		1.830	**-**
RESULTADOS FINANCIEROS			
Diferencia de cambio perdida		(55.166)	(480)
Gastos bancarios		(1.657)	(37.602)
		(56.823)	**(38.082)**
IMPUESTO A LA RENTA			
Impuesto a la renta ejercicio corriente	2,12	(11.310)	-
		(11.310)	**-**
RESULTADO NETO		***(91.286)***	***(401.904)***

PILAY URUGUAY S.A.

Estado de Evolución del Patrimonio
31 de Marzo de 2011
(Cifras expresadas en pesos uruguayos)

	Capital Integrado	Resultados Acumulados	Patrimonio Total
Saldos iniciales al 01/01/10			
APORTES DE PROPIETARIOS			
Acciones en circulación	469.500	-	469.500
GANANCIAS RETENIDAS			
Resultados acumulados	-	(8.157)	(8.157)
	469.500	**(8.157)**	**461.343**
MODIFICACIONES AL SALDO INICIAL	**-**	(110.292)	(110.292)
	469.500	**(118.449)**	**351.051**
Movimientos del ejercicio			
RESULTADO DEL EJERCICIO	-	(9.031)	(9.031)
	-	**(9.031)**	**(9.031)**
Saldos finales al 31/12/10			
APORTES DE PROPIETARIOS			
Acciones en circulación	469.500	-	469.500
GANANCIAS RETENIDAS			
Resultados acumulados	-	(127.480)	(127.480)
	469.500	**(127.480)**	**342.020**
Modificaciones al saldo inicial			
Saldos iniciales al 01/01/11 modificados	**469.500**	**(127.480)**	**342.020**
Movimientos del ejercicio			
APORTES DE PROPIETARIOS			
Capitalizaciones	5.599.338	-	5.599.338
RESULTADO DEL EJERCICIO	-	(91.286)	(91.286)
	5.599.338	**(91.286)**	**5.508.052**

Saldos finales al 31/03/11			
APORTES DE PROPIETARIOS			
Acciones en circulación	469.500	-	469.500
Capitalizaciones en trámite	5.599.338	-	5.599.338
GANANCIAS RETENIDAS			-
Resultados acumulados	-	(218.766)	(218.766)
	6.068.838	**(218.766)**	**5.850.072**

PILAY URUGUAY S.A.

Estado de Flujos de Efectivo

Por el período finalizado el 31 de marzo de 2011

(Cifras expresadas en pesos uruguayos)

	Período: 01/01/2011 31/03/2011 UY$	Período: 01/01/2010 31/12/2010 UY$
FLUJO DE EFECTIVO RELACIONADO CON ACTIVIDADES OPERATIVAS		
Resultado del ejercicio	(91.286)	(9.031)
RESULTADO DE OPERACIONES	**(91.286)**	**(9.031)**
Variaciones de rubros operativos		
Inversiones temporarias	5.599.338	-
Otros Créditos	187.852	3.336.215
Deudas Comerciales	-	(3.244.286)
Deudas Diversas	(247.486)	451.621
FONDOS PROVENIENTES DE OPERACIONES	**5.539.704**	**543.550**
FONDOS PROVENIENTES DE ACTIVIDADES OPERATIVAS	**5.448.418**	**534.519**
FLUJO DE EFECTIVO RELACIONADO CON INVERSIONES		
Compras de bienes de uso	-	(45.587)
Ventas de bienes de uso	-	56.456
EFECTIVO APLICADO A INVERSIONES	**-**	**10.869**
FLUJO DE EFECTIVO RELACIONADO CON FINANCIAMIENTO		
Variación de pasivos financieros y pago de intereses	-	(235)
Variación rubros patrimoniales	(5.599.338)	(110.292)
EFECTIVO APLICADO A FINANCIAMIENTO	**(5.599.338)**	**(110.527)**
Variación neta de disponibilidades	(150.920)	434.861
Disponibilidades al inicio del ejercicio	434.861	-
Disponibilidades al cierre del ejercicio	**283.941**	**434.861**

PILAY URUGUAY S.A.
(En proceso de cambio de objeto y denominación a
PILAY URUGUAY ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A.)

NOTAS A LOS ESTADOS CONTABLES AL 31 DE MARZO DE 2011

INFORMACIÓN BÁSICA SOBRE LA EMPRESA

1.1 Bases de presentación

PILAY URUGUAY S.A., en proceso de cambio de objeto y denominación a PILAY URUGUAY ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A., en adelante "PILAY URUGUAY S.A."; es una sociedad anónima nacional, constituida bajo el régimen de sociedad anónima cerrada.

La sociedad inició actividades el 7 de febrero de 2007, y ha dado cumplimiento con todas las formalidades relativas a la constitución, inscripción y publicación, exigidas por la Ley N° 16.060 de Sociedades Comerciales.

Los estados contables por el ejercicio finalizado al 31 de diciembre de 2010 fueron aprobados por Asamblea General de Accionistas de fecha 30 de junio de 2011.

1.2 Actividad principal

Su actividad principal consiste en la actuación como fiduciario en negocios de fideicomisos, de acuerdo a lo establecido en la ley Nº 17.703 del 27 de octubre de 2003 y demás normas complementarias y modificativas.

El fideicomiso administrado al 31 de diciembre de 2010 es el Fideicomiso de Administración – Campiglia Pilay.

Adicionalmente durante el ejercicio cerrado al 31 de diciembre de 2010 PILAY Uruguay S.A. participó de operaciones económicas junto a la empresa EBISUR, reservándole, a la primera, el derecho a vender los siguientes inmuebles integrantes de la construcción "Edificio Torreseis":

Unidades: 101; 501; 1301; 502; 902; 1402; 403; 503; 1004; 1304; 1404; 505; 1005; 606; 208; 608;

Cocheras: en planta baja: 1; 6; 13; 14 y 15; en planta primer subsuelo: 2; 5; 9; 11 y 17; en planta segundo subsuelo: 4; 6; 13 y 18

En el proceso de transformación que se menciona en la nota 1.3, y con el objetivo de dedicarse exclusivamente a la administración de Fideicomisos, PILAY URUGUAY S.A. ha firmado un contrato de cesión de derechos con FAGALIR S.A., por el cual cede la totalidad de derechos y obligaciones vinculadas a la mencionada operativa.

Las mencionadas operaciones no han generado resultados en los Estados Contables de Pilay Uruguay S.A.

1.2.1 Fideicomiso Campliglia Pilay

El Fideicomiso de Administración – Campiglia Pilay Nº 40893 09 es un fideicomiso constituido bajo el régimen de fideicomiso de administración según categorización dada por la Ley Nº 17.703, que inició actividades el 24 de agosto de 2009.

El objetivo del fondo fiduciario es adquirir un inmueble y posteriormente llevar adelante la construcción del conjunto, con la consecuente división en propiedad horizontal, y la adjudicación de las unidades a los beneficiarios y al pago de todo otro gasto.

En el comienzo de las actividades, la sociedad fiduciaria se ha hecho cargo de todos los gastos iniciales de funcionamiento que han sido refacturados al fideicomiso.

Durante el ejercicio corriente, el Banco Central del Uruguay comunicó al Fideicomiso Campiglia Pilay que debía iniciar los trámites necesarios para cumplir con las normas legales reglamentarias que regulan a los fideicomisos financieros.

Dado lo anterior, el Fideicomiso Campiglia Pilay se encuentra en vías de transformación.

1.3 Reforma de estatutos

En virtud de cumplir con lo requerido por el Banco Central del Uruguay, mediante comunicación efectuada el 18 de octubre de 2010, la empresa, por resolución de Asamblea General Extraordinaria de Accionistas de fecha 29 de noviembre de 2010, decide reformar los Estatutos Sociales a fin de modificar la denominación de la sociedad, su objeto y el tipo de acciones emitidas.

Se ha iniciado el trámite correspondiente ante la Auditoría Interna de la Nación, quien aún no se ha expedido al respecto.

Según lo resuelto por la asamblea, la sociedad pasará a denominarse "Pilay Uruguay Administradora de Fondos de Inversión".

El objeto social será la administración de fondos de inversión y de fideicomisos financieros conforme a las leyes Nº 16.774 y 17.703, concordantes y modificativas.

El capital será de UY$ 6.000.000 (pesos uruguayos seis millones), formado por acciones nominativas de un peso uruguayo cada una.

2. PRINCIPALES POLÍTICAS CONTABLES

A continuación se detallan aquellas políticas contables más significativas seguidas por la empresa para la preparación de sus estados contables.

2.1 Bases de presentación

Las políticas contables de la empresa, utilizadas para la preparación de los estados contables, están de acuerdo con las normas contables adecuadas en el Uruguay establecidas por el Decreto N° 266/07 y siguientes y están presentados de acuerdo con la exposición requerida por los Decretos N° 103/991 y 37/010.

A partir del Decreto N° 266/07 emitido el 31 de julio de 2007, son de aplicación obligatoria en Uruguay las Normas Internacionales de Información Financiera vigentes y traducidas al español a dicha fecha, manteniendo la presentación de los estados contables de acuerdo a los Decretos N°103/991 y 037/10. Estimamos que este cambio de normas contables no provoca cambios significativos en las políticas contables utilizadas por la sociedad.

Con el fin de cumplir con las normas contables adecuadas, se presenta el estado de situación patrimonial al 31 de diciembre de 2010, y el estado de resultados al 31 de marzo de 2010, con fines comparativos, y expresados en la moneda de las mencionadas fechas.

Los estados contables al 31 de diciembre de 2010 han sido objeto de auditoría, no así el estado de resultados al 31 de marzo de 2010.

2.2 Unidad de medida

La empresa ha definido como moneda funcional al peso uruguayo para confeccionar los estados contables, por ser la moneda en la cual están nominados la mayoría de sus ingresos y gastos.

2.3 Bases contables

Los estados contables han sido preparados sobre la base convencional del costo histórico en pesos uruguayos, con excepción de los saldos en moneda extranjera, que figuran valuados de acuerdo con los criterios explicados en la Nota 2.4.

2.4 Conversión a pesos uruguayos de las operaciones en moneda extranjera

Las operaciones relacionadas con moneda extranjera se contabilizaron por su equivalente en pesos uruguayos al tipo de cambio vigente en el mercado a la fecha de concreción de las transacciones.

Los activos y pasivos en moneda extranjera existentes al cierre del ejercicio fueron expresados en pesos uruguayos al tipo de cambio vigente a esa fecha y la diferencia resultante fue volcada al resultado del ejercicio. Ver Nota 3.

2.5 Criterio general de valuación de activos y pasivos

Los activos y pasivos han sido valuados sobre la base del costo que inicialmente se desembolsó para su adquisición o del compromiso asumido respectivamente.

2.6 Disponibilidades

Se consideran disponibilidades a los fondos disponibles en caja así como los depósitos en cuenta corriente mantenidos en instituciones financieras.

2.7 Créditos por ventas, otros créditos y previsión para incobrables – corriente y no corriente

Los créditos por ventas y otros créditos se presentan por sus valores nominales. Dada la operativa que registra la empresa, en relación a sus ingresos, la gerencia ha determinado no crear una provisión por incobrables, ya que a su entender no existen riesgos de cobro, o estos no son significativos.

2.8 Provisiones

Las provisiones se reconocen contablemente cuando la empresa tiene una obligación presente (legal o contractual) como resultado de un suceso pasado, es probable que se deban afectar recursos para cancelar tales obligaciones en el futuro y las mismas puedan estimarse en forma fiable.

2.9 Instrumentos financieros

Los principales instrumentos financieros de la empresa están compuestos por caja, depósitos en cuentas corrientes bancarias y créditos.

El principal propósito de mantener activos más líquidos es el de proporcionar disponibilidades financieras a la empresa para hacer frente a sus necesidades operativas. La empresa no ha contratado instrumentos financieros derivados en los ejercicios terminados al 31 de diciembre del 2010 y al 31 de marzo de 2011.

La empresa ha definido que los principales riesgos que se derivan de los mencionados instrumentos financieros son el riesgo crediticio y ha elaborado y puesto en vigencia políticas adecuadas de administración de este riesgo que se basa formalmente en el monitoreo periódico de los mismos por parte de la Dirección.

2.10 Uso de estimaciones

La preparación de estados contables a una fecha determinada requiere que la Dirección y Gerencia realicen estimaciones y evaluaciones que afectan el monto de los importes reportados de activos y pasivos, la revelación de activos y pasivos contingentes, así como las ganancias y pérdidas del ejercicio. Los resultados reales que ocurran en el futuro pueden diferir de las estimaciones y evaluaciones realizadas por la Dirección y Gerencia de la empresa.

2.11 Recuperabilidad del valor de los activos no corrientes

Al cierre de cada ejercicio la Gerencia y Dirección de la empresa evalúa si existe alguna indicación de desvalorización de los activos no corrientes. Si existe alguna indicación de desvalorización la Gerencia de la empresa estima el respectivo valor recuperable y si éste es menor que el valor neto contable se reconoce la correspondiente pérdida de valor del activo respectivo.

2.12 Impuesto a la renta e impuesto a la renta diferido

Para la contabilización del impuesto a la renta la empresa utiliza el criterio contable de reconocer el pasivo real por el impuesto generado en cada ejercicio.

Al 31 de marzo del 2011 a la empresa no le corresponde reconocer resultados por impuesto diferido.

2.13 Definición del capital a mantener y determinación del resultado

Para la determinación del resultado se adoptó el concepto de capital financiero.

2.14 Criterio de lo devengado y reconocimiento de resultados

Para el reconocimiento de resultado se adoptó el principio de lo devengado, considerando el momento en el que se generan o incurren, independientemente de la oportunidad en que se perciben o desembolsan.

Los ingresos en general son reconocidos cuando es probable que los beneficios económicos futuros ingresen al patrimonio de la empresa como consecuencia de las transacciones llevadas a cabo por la misma. Los ingresos por ventas de bienes se contabilizan cuando los riesgos más significativos relacionados con la propiedad de los bienes se transfieren al comprador y su monto puede ser determinado en forma confiable.

Los ingresos y egresos incluidos en el estado de resultados se muestran por el importe que originalmente se obtuvo o se desembolsó por los bienes o servicios, ajustados en función de lo expresado en la Nota 2.3.

Los ingresos operativos netos se han tomado por el precio de venta de las mercaderías o servicios efectivamente entregado o prestados.

El costo de los bienes vendidos representa el costo de producción de los bienes entregados.

Los gastos de administración y ventas, los resultados diversos, los resultados extraordinarios, los resultados financieros y otros han sido tratados de acuerdo con el principio de lo devengado.

2.15 Definición de fondos adoptada para la preparación del estado de origen y aplicación de fondos

Se utilizó el concepto de fondos igual efectivo y equivalentes.

3. POSICIÓN EN MONEDA NACIONAL Y TIPO DE CAMBIO

3.1 Los activos en moneda extranjera y unidades indexadas se resumen de esta manera:

	31/03/2011			31/12/2010		
	USD	UI	UY$	USD	UI	UY$
Disponibilidades	**11,623**	**-**	**223,147**	**21,355**	**-**	**429,300**
Inversiones temporarias	**-**	**2,552,812**	**5,599,338**	**-**	**-**	**-**
Otros créditos	**3,050**	**-**	**58,548**	**-**	**-**	**-**
Total activo	14,673	2,552,812	5,881,033	21,355	-	429,300
Posición neta (pasiva) / activa	14,673	2,552,812	5,881,033	21,355	-	429,300

3.2 Las cotizaciones al 31 de marzo de 2011 y al 31 de diciembre de 2010 eran las siguientes:

	31/03/2011	31/12/2010
	UY$	UY$
USD	**19.198**	**20.103**
UI	**2.194**	**2.139**

4. INFORMACIÓN REFERENTE A LOS ESTADOS CONTABLES

4.1 Disponibilidades

La composición del rubro al 31 de marzo de 2011 y al 31 de diciembre de 2010 es la siguiente:

	31/03/2011 UY$	31/12/2010 UY$
Caja moneda extranjera	**-**	**281,442**
Nuevo Banco Comercial	**226,426**	**153,419**
Otros depósitos	**57,515**	**-**
Total	283,941	434,861

4.2 Inversiones temporarias

El rubro representa el depósito en prenda de UI 2.552.812 efectuado en el Banco Central del Uruguay el día 31 de marzo de 2011, para dar cumplimiento a lo dispuesto en el artículo 134/135 de la Recopilación de Normas del Mercado de Valores.

4.3 Crédito fiscal

La composición del rubro al 31 de marzo de 2011 y al 31 de diciembre de 2010 es la siguiente:

	31/03/2011 UY$	31/12/2010 UY$
Adelanto de impuestos	**58,701**	**44,578**
Crédito fiscal IVA	**17,085**	**-**
Retenciones DGI D.94/02 IRAE	**6,450**	**96,014**
Total	82,236	140,592

4.4 Provisiones varias

Las provisiones varias se componen según el siguiente detalle:

	31/03/2011 UY$	31/12/2010 UY$
Provision fiscal	**147,703**	**132,917**
Provision honorarios auditoria	**-**	**80,412**
Total	147,703	213,329

4.5 Saldos y movimientos con el Fideicomiso Campiglia Pilay

Los saldos con el Fideicomiso Campiglia Pilay al 31 de marzo de 2011 y al 31 diciembre de 2010:

	31/03/2011 UY$	31/12/2010 UY$
Otros créditos		
Fideicomiso Campiglia Pilay	**92,378**	**221,874**
Total	92,378	221,874
Deudas comerciales		
Fideicomiso Campiglia Pilay	**-**	**-**
	-	
Total	-	-

4.6 Capital

El capital autorizado de la Sociedad al 31 de marzo de 2011 asciende a UY$ 939.000.

El capital integrado equivale a UY$ 469.500 y está representado por 469.500 acciones al portador de valor nominal UY$ 1,00 cada una. La Sociedad no cuenta con acciones preferidas ni con dividendos obligatorios que ameriten su clasificación como pasivo.

En acta de Asamblea del 5 de julio de 2011, se decidió efectuar una reforma de estatutos a fin de incrementar el capital autorizado a UY$ 10.000.000.

4.7 Capital integrado en trámite

El Directorio, según acta del 30 de marzo de 2011 resuelve aceptar un aporte a capitalizar de UY$ 5.599.326.

4.8 Gastos de administración y ventas

La composición del rubro al 31 de marzo de 2011 y al 31 diciembre de 2010 es la siguiente:

	31/03/2011 UY$	31/03/2010 UY$
Intereses impositivos y previsionales	**16,592**	
Impuestos	**3,476**	
Varios	**4,915**	**23,778**
Alquileres y expensas	**-**	**247,657**
Honorarios y servicios profesionales	**-**	**92,387**
Total	24,983	363,822

5. ADMINISTRACIÓN DE RIESGOS

La Sociedad identifica los riesgos que afectan el negocio, así como los efectos que estos riesgos tienen en los estados contables de la entidad.

Los estados contables no contemplan ajustes derivados de la situación económico-financiera del país ni de aquellos lugares donde se encuentran ubicadas las inversiones. En consecuencia, no incluyen contingencias al respecto, así como tampoco a la eventual volatilidad de las referidas inversiones.

No se han realizado provisiones por eventuales restricciones a la libre disponibilidad de fondos derivadas de disposiciones legales, que pudieran emitirse.

Los principales riesgos que afectan la operativa de la Sociedad son:

5.1 Riego de mercado

La empresa se encuentra teóricamente expuesta a los siguientes factores de riesgo de mercado:

a. Tipo de cambio

La empresa mantiene una posición propia neta activa en pesos uruguayos, la cual se presenta en la Nota 3, siendo su único activo en dicha moneda las disponibilidades. La Sociedad no utiliza instrumentos de cobertura que le permitan neutralizar el riesgo de cambio.

b. Tasa de interés

Al 31 de marzo de 2011, la Sociedad no posee activos ni pasivos que generen intereses.

5.2 Riego de crédito

Los principales activos financieros de la Sociedad están constituidos por los saldos bancarios y las cuentas por cobrar.

La empresa mantiene sus disponibilidades en un banco considerado de primera línea, no difiriendo su valor justo de los valores contables.

El riesgo crediticio de la Sociedad atribuible a sus cuentas por cobrar se encuentra concentrado en el fideicomiso que administra, por lo que no se observan riesgos relevantes en este capítulo.

5.3 Riesgo de liquidez

Este riesgo es considerado no relevante por parte de la gerencia. La empresa posee activos líquidos suficientes en bancos de primera línea y en cuentas a cobrar, para hacer frente a los pasivos corrientes comprometidos.

5.4 Riesgo de financiación

El riesgo de financiación se encuentra sustancialmente asociado a las líneas de crédito disponibles con los acreedores financieros.

6. DETALLE DEL PERSONAL SUPERIOR DE LA EMPRESA

Al 31 de diciembre de 2010 del Directorio de la Sociedad estaba integrado de la siguiente manera:

Presidente – Javier Vigo Leguizamón
Vicepresidente – Luis Oscar Trento
Director – Mario Florencio Vigo Leguizamón
Director – Mariano Salvador Dichino
Director – Guillermo Agustín Añon
Director – Marcelo Héctor Vorobiof

7. HECHOS POSTERIORES

Las Asambleas de Accionistas de fecha 4 y 5 de julio de 2011 resolvieron modificar los artículos 3, 5 y 14 del estatuto social, de acuerdo al siguiente detalle:

- artículo 3° - se incrementa el capital autorizado de la Sociedad a la suma de UY$ 10.000.000.

- artículo 5° - se modifica la conformación del Directorio, debiendo estar integrado únicamente por personas físicas accionistas o no.

- artículo 14° - se establece la obligatoriedad de contar preceptivamente con un Síndico u órgano de fiscalización, excepto disposición del Banco Central del Uruguay estableciendo la sustitución del síndico por una auditoría externa, en los términos y condiciones que establezca la reglamentación.

Con posterioridad al 31 de marzo de 2011, exceptuando lo referido anteriormente, no se han producido hechos o circunstancias que afecten significativamente la situación patrimonial, los resultados de las operaciones y los flujos de efectivo de la Sociedad.

XII. RIESGOS DE LA OPERACIÓN:

Diversas circunstancias coadyuvan a disminuir los riesgos de la operación, a saber:

1. Experiencia: Los accionistas y directores de la sociedad Fiduciaria han administrado exitosamente el SISTEMA PILAY durante 25 años, en períodos en que la economía argentina pasó por sucesivas crisis económicas e hiperinflacionarias. La circunstancia de que éste haya mantenido su solidez y crecimiento, es fiel reflejo de la fortaleza y bondades del producto, de la solvencia administrativa y de sus potencialidades para sobrevivir y crecer aún en momentos adversos de la economía o de graves crisis políticas. El mayor crecimiento del SISTEMA PILAY se produjo en Argentina luego de la crisis del 2001 que generó la confiscación de los depósitos bancarios. A partir de entonces la gente se volcó masivamente a invertir en inmuebles buscando una inversión segura e inconfiscable.

2. Estabilidad de la economía uruguaya: La economía uruguaya ha sido históricamente más estable que la Argentina, lo que coadyuva a una exitosa penetración del producto en el mercado, la cual ha podido ya comprobarse a partir del lanzamiento del Fideicomiso Campiglia & Pilay en octubre de 2009.

3. Crisis mundial: La reciente crisis económica mundial generó una notoria desconfianza en las inversiones en el exterior que habitualmente eran ofrecidas a los ahorristas. Hoy, más que rentabilidad, el inversor busca una inversión segura y de fácil control. Ambos atributos están contenidos en el FIDEICOMISO FINANCIERO CAMPIGLIA & PILAY I. La propiedad fiduciaria protege adecuadamente los ahorros y el control es fácil y cercano pues el ahorrista puede ir viendo en su propia ciudad cómo van construyéndose las obras que respaldan sus ahorros.

Riesgos Macroeconómicos

Desde el punto de vista macroeconómico la empresa está expuesta al riesgo de que conflictos laborales en el gremio de la construcción pudieran dilatar el ritmo constructivo de los edificios y la consiguiente percepción de las cuotas de tenencia.
Este riesgo se mitiga, en primer lugar, por el largo plazo del contrato, que otorga la posibilidad de recuperar en el tiempo el eventual atraso. Por otro lado la elección de TECNOREL S.A, empresa integrante del grupo CAMPIGLIA CONSTRUCCIONES, y presidida por el Ing. EDUARDO CAMPIGLIA, concede la tranquilidad de que la construcción se ha encomendado a un grupo constructivo líder que es sinónimo de calidad y cumplimiento de la palabra empeñada.
Otro riesgo macroeconómico está vinculado al hecho de que se produzca un incremento en los costos laborales por encima de la evolución de la productividad en la economía. Las cláusulas contractuales prevén la posibilidad de trasladar esos incrementos al monto de las cuotas. De cualquier forma, en el supuesto en que el Fideicomitente no pudiera continuar abonando las mismas, puede transferir su contrato sin estar obligado al pago de las cuotas restantes, pues él es inversor, no deudor. Ahorra hasta el momento que desea. (ver punto “9.1” contrato de Fideicomiso Financiero).
Riesgos microeconómicos
Desde el punto de vista microeconómico, el ingreso de nuevos competidores, constituye un riesgo al que está expuesta la compañía.
Ese riesgo puede afrontarse sin dificultades apoyándose en la solidez y experiencia de los dos grupos empresarios que conforman el Fideicomiso Financiero Campiglia & Pilay I.
Por otra parte el público objetivo al que está dirigido el producto es suficientemente amplio como para permitir la coexistencia de distintos competidores.

Riesgo generado por los Fideicomitentes

La falta de pago de los Fideicomitentes podría generar el riesgo de que las obras se demorasen por carecerse de los recursos necesarios para su construcción.
Este riesgo se mitiga, en primer lugar, por el ritmo de incorporación de Fideicomitentes que desde el lanzamiento del producto al mercado uruguayo ha oscilado entre 30 y 40 ingresantes por mes, lo que permite una rápida transferencia de los contratos de los Fideicomitentes en mora. Por otro lado el ritmo de caída durante los primeros trece meses de funcionamiento del Fideicomiso Campiglia & Pilay, ha sido de 7% lo que trasluce la solidez de la cartera y su nivel de pago.

Riesgo relacionado con la Fiduciaria

Hace referencia a la posible debilidad económica (quiebra, concurso, etc) que podría sobrevenir a la sociedad que actúa como Fiduciaria. De acuerdo a lo previsto en la ley 17.703 los activos del Fideicomiso constituyen un patrimonio separado e independiente del patrimonio del fiduciario. Por tanto en una hipótesis de insolvencia, quiebra o liquidación de la Fiduciaria, en nada se verían afectados los activos del Fideicomiso

debiéndose en dicho caso designar un nuevo Fiduciario para administrarlos. Asimismo en el caso que la Fiduciaria no cumpla con sus obligaciones derivadas del contrato de Fideicomiso Financiero Campiglia & Pilay I, los Fideicomitentes tienen contractualmente el derecho de removerlo.

XIII. INFORME CALIFICACIÓN DE RIESGOS:

En el Anexo III se encuentra la calificación de riesgo efectuada por Standard & Poor's,

Fundamentos de la calificación:

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

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

Standard & Poor's realizó un análisis de sensibilidad para la calificación del presente fideicomiso financiero donde se analizó la suficiencia de los flujos durante la vida esperada de la transacción para garantizar el pago de los títulos de deuda serie 1 en la fecha de vencimiento legal. Como resultado del mismo, Standard & Poor's considera que de conservarse los niveles actuales de las principales variables que afectan el proyecto – entre ellas, el nivel de inflación, el costo de construcción, el nivel de salarios, y el nivel de actividad económico- los títulos de deuda serie 1 podrán ser pagados de acuerdo a las condiciones de emisión. Asimismo, el proyecto en general dadas las condiciones actuales (para los aportantes existentes a la fecha del presente informe) podrá ser concluido en el plazo legal del fideicomiso financiero. Un deterioro de alguna de las variables descriptas anteriormente podrá afectar la disponibilidad de ingresos al fideicomiso y eventualmente afectar el repago de los títulos de deuda serie 1 y la conclusión del proyecto con la construcción de los inmuebles previstos para los 560 Fideicomitentes B.

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

- Un adecuado nivel de aforo inicial para los títulos de deuda serie 1 provisto por los aportes de los Fideicomitentes B;

- Las adecuadas características legales y financieras del fideicomiso a emitir, así como la existencia de cuentas a nombre del fideicomiso;

- La buena calidad de gestión y administración de la cartera de aportes. El administrador (Pilay Uruguay Administradora de Fondos de Inversión S.A.) cuenta con adecuados sistemas de cobranza y seguimiento de deudores morosos, con personal apropiado, y sistemas de reporte y seguimiento;

- El adecuado flujo de fondos proveniente de los activos subyacentes del fideicomiso que respalda la emisión calificada.

XIV LEY Y JURISDICCIÓN APLICABLE:

El presente Prospecto de Emisión se regirá por las Leyes de la República Oriental del Uruguay.

Arbitraje

Todas las diferencias, desavenencias y/o controversias que se produzcan entre las Partes derivadas del presente Prospecto de Emisión serán resueltas definitivamente mediante arbitraje de derecho. El tribunal arbitral estará integrado por tres (3) árbitros.

El arbitraje se desarrollará en la ciudad de Montevideo y en idioma español, observándose, tanto para la designación de los árbitros como para el procedimiento arbitral, las disposiciones contenidas en el Reglamento de Arbitraje del Centro de Conciliación y Arbitraje, de la Bolsa de Comercio del Uruguay.

Para el caso de que el Centro de Conciliación y Arbitraje de la Bolsa de Comercio, por cualquier circunstancia dejara de existir, el arbitraje se desarrollará conforme a las normas del Código General del Proceso y las pautas precedentemente establecidas respecto a números de árbitros, lugar y naturaleza del arbitraje que será de derecho, conviniéndose además específicamente que: a) los árbitros serán designados uno por cada parte; en defecto de designación de alguno de los árbitros, los nombrará el Juez competente; y b) el arbitraje se regirá, también en este caso, por el procedimiento establecido en el Reglamento de Arbitraje del Centro de Conciliación y Arbitraje de la Bolsa de Comercio del Uruguay, que se considera incorporado al cuerpo del presente Prospecto de Emisión, así como por las disposiciones contenidas en dicho Reglamento respecto al plazo para laudar y demás normas en él incluidas que resulten aplicables.

A estos efectos se considera a los Fideicomitentes A y/o B que adhieran al Fideicomiso Financiero Campiglia & Pilay I representados por la Bolsa de Valores de Montevideo, como una parte, a la Fiduciaria como una parte y a la Empresa Constructora como una parte.

De suscitarse el conflicto sólo entre dos partes, cada una de ellas designará un árbitro y los designados designarán de común acuerdo un tercero.

XV. NOTIFICACIONES

Toda notificación o cualquier otro documento que, según las disposiciones del presente Prospecto de Emisión, una Parte le deba cursar a la otra, deberá ser efectuada por telegrama colacionado o por escrito entregado personalmente, bajo recibo, a representante o apoderado con facultades suficientes de la Parte a la que se pretende notificar.

Toda notificación cursada por escrito por medio fehaciente o telegrama colacionado con acuse de recibo se considerará efectuada en el momento de su recepción por la Parte a la que se pretende notificar.

Para tener eficacia, toda notificación deberá ser cursada a los siguientes domicilios (o a cualquier otro domicilio que se hubiera especificado mediante notificación similar):

- Si va dirigido a Javier Vigo: a Bulevar Artigas 456 de Montevideo.

- Si va dirigido a la Fiduciaria: a Bulevar Artigas 456 de Montevideo.

- Si va dirigido a la Empresa Constructora: Vilardebó 1157 de Montevideo.

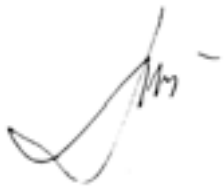
- SI va dirigido a los Fideicomitentes B: al domicilio indicado por cada uno de ellos en los Contratos de Adhesión al Fideicomiso Financiero Campiglia & Pilay I.

XVI. CUSTODIA DEL DOCUMENTO DE EMISIÓN:

El Documento de Emisión será conservado por PILAY URUGUAY ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A. en su condición de Entidad Registrante.

XVII. TRANSMISIÓN:

La titularidad de los Certificados de Participación en el dominio fiduciario, pertenecientes al Fideicomitente B, y de los títulos de deuda pertenecientes a los Fideicomitentes A serán transmitidos por cesión realizada por instrumento público o privado. Tratándose de un valor emergente de un contrato de Fideicomiso Financiero, el cesionario quedará colocado en la posición del cedente no teniendo un derecho autónomo, pudiéndosele oponer las excepciones que habría podido invocar la Fiduciaria frente al cedente porque el derecho del cesionario es un derecho derivado del derecho del cedente.



ANEXO I: CONTRATO DE OBRA POR EL SISTEMA DE ECONOMÍA Y ADMINISTRACIÓN

En la ciudad de Montevideo, el _____ de _____ de 2011, entre por una parte: PILAY URUGUAY ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A., RUT 215500530018 quien actúa en su calidad de Fiduciaria del FIDEICOMISO FINANCIERO CAMPIGLIA & PILAY I, representada en este acto por su Presidente Dr Javier Vigo Leguizamón, constituyendo domicilio a estos efectos en Bulevar Artigas 456 de Montevideo, de aquí en adelante "LA CONTRATANTE" y por otra parte: TECNOREL S.A. representada en este acto por su Presidente del Directorio, el Ingeniero Eduardo Campiglia, constituyendo domicilio en la calle Vilardebó 1157, en calidad de Empresa Administradora, en adelante "LA ADMINISTRADORA", acuerdan celebrar el presente Contrato de arrendamiento de obra por el sistema de economía y administración que se ajustará a las siguientes condiciones:

PRIMERO: (Antecedentes): La contratante ejecutará la siguiente obra: _____, en el solar de terreno sito en _____, Padrón Nº _____ de la ciudad de Montevideo.

SEGUNDO: Obra a administrar: Por el presente contrato la contratante encarga a TECNOREL S.A., quien acepta, el gerenciamiento de la obra antes referida bajo el régimen de construcción por administración directa, la cual deberá concluirse en el plazo de …. MESES a contar desde la fecha y conforme lo previsto en el cronograma de obra que por separado se suscribe.. La administración de la obra- que será llevada delante de manera conjunta por la contratante y la administradora, conforme las obligaciones que ambas pactaran en el prealudido contrato de fideicomiso- incluye la selección, coordinación y dirección de la mano de obra, elección y compra de materiales, máquinas, herramientas y demás equipos necesarios para construir la obra. Coordinación de los subcontratos de acuerdo al plan de desarrollo de los trabajos; ejecución y control de los pagos de, entre otros componentes, los materiales, mano de obra, aportes, subcontratos, elementos a incorporar a la obra, insumos en general, etc. Al mismo tiempo tendrán a su cargo todas las compras y contrataciones que requiera la obra llevándolas a cabo por cuenta y orden del FIDEICOMISO FINANCIERO CAMPIGLIA & PILAY I. La Administradora realizará y/o coordinará los trámites ante MTSS, BPS, IMM, Entes; efectuará el estudio de seguridad, las memorias de andamios, coordinación con el prevencionista; gestionar el cumplimiento de las normas de seguridad e higiene en la obra y su entorno.

TERCERO: Gestión y Administración: TECNOREL S.A. debe ejecutar, gestionar y administrar la obra conforme al Proyecto, Planos, Cronogramas y Presupuesto con sus actualizaciones, flujo de inversión previsto (Nota: el presupuesto lo elabora TECNOREL y sirve como herramienta para controlar avances y eventuales desvíos; las diferencias finales positivas o negativas son de la Propietaria) que le fueron entregados y que figuran como Anexo I, II, III y IV) que se suscriben simultáneamente y forman parte del presente contrato. La administración de la obra se realizará de acuerdo a las indicaciones y orientaciones del Jefe de Obra o quien éste designe, debiéndose cumplir en todos sus términos.

La Contratante puede designar un Director de Obra que controle el trabajo de TECNOREL SA.

CUARTO: Cronograma de aportes: El FIDEICOMISO FINANCIERO CAMPIGLIA & PILAY I, en su carácter de contratante- entregará los fondos a la contratada para el desenvolvimiento de la obra de acuerdo al Cronograma de aportes. La contratante se obliga a depositar los fondos necesarios para llevar adelante la obra en el mes inmediato anterior a su realización conforme al cronograma, en la cuenta del Banco que se cree a tales efectos. En caso de cambios de proyecto o gastos no previstos en el cronograma la Administradora requerirá los aportes a los socios para el financiamiento de los mismos.

QUINTO: Precio: El precio en concepto de contraprestación por las obligaciones asumidas en el presente contrato por La Administradora, se estipulará conforme a la cláusula 10.2 b del contrato de Fideicomiso, al que las partes se remiten expresamente.

SEXTO: Forma de pago: La forma de pago del precio pactado en el presente contrato, será por certificación mensual del costo de obra efectivamente incurrido en ese mes, el que será presentado por La Administradora al fin de cada mes. A tales efectos TECNOREL presentará una liquidación mensual a la contratante, la cual se dará por aceptada pasados cinco días hábiles desde su presentación. La contratante autoriza por anticipado los pagos a terceros a llevar a cabo con los fondos que TECNOREL S.A. administra, así como también otorga su conformidad a que ésta cobre su porcentaje mensual sobre el costo de ejecución mensual.

SEPTIMO: Costo total: El costo total de la obra será de cargo del FIDEICOMISO FINANCIERO CAMPIGLIA & PILAY I, quedando incluido en el mismo, y tan solo a vía de ejemplo, a) los consumos de luz y agua así como las entradas provisorias de dichos consumos, y la provisión de Técnico Prevencionista previsto por la legislación vigente. b) Los gastos por eventuales invasiones no previstas, de pilares, bases, muros de contención etc. de los edificios vecinos, que sea necesario picar para alojar los elementos estructurales o tabiques del edificio a construir serán de cargo de la contratante. c) Los pagos de medianería. La Administradora no tiene ni asume ningún compromiso a ese respecto.

OCTAVO: Relaciones laborales: El personal afectado a la obra dependerá exclusivamente del FIDEICOMISO FINANCIERO CAMPIGLIA & PILAY I, por lo que en ningún caso se entenderá que existe relación laboral entre el personal asignado y TECNOREL S.A., ni existirá acción directa contra ella, obligándose el contratante a asumir a

su cargo, en todo caso las responsabilidades laborales del patrono. Las leyes sociales que insuma la obra serán de cargo del citado fideicomiso cuya planilla de trabajo se utilizara para el personal que será seleccionado, dirigido y coordinado por TECNOREL S.A. En consecuencia todos los reclamos y conflictos de índole laboral y sus consecuencias económicas, por toda clase de pagos, incluidos honorarios y gastos judiciales, serán asumidos por la contratante. En cuanto a la Documentación laboral, la confección de las planillas, realización de pagos, altas y bajas, el control referido a que el personal se encuentre en tiempo y forma en las mismas con los cargos correspondientes, así como la presentación de planillas y su pago en fecha ante el BPS serán de exclusiva responsabilidad de TECNOREL S.A., teniendo la contratante facultades de control al respecto.

NOVENO: Herramientas y equipos: La contratante deberá hacerse cargo del costo y mantenimiento de los equipos y herramientas de trabajo que se empleen en la misma para su ejecución, así como de los consumibles que se empleen. Si TECNOREL S.A. aportara los mismos, los arrendará a un precio menor que el de plaza que se estima en el entorno del 80 % de dicho valor. Si la contratante adquiere equipos por ser más ventajoso que arrendarlos, al finalizar la misma dispondrá de los mismos según lo que más le convenga.

DECIMO: Plazo: TECNOREL S.A. desarrollara su tarea de administradora hasta la efectiva conclusión de la obra, es decir hasta que el edificio se encuentre en condiciones de ser habitado.

DECIMO PRIMERO: Responsabilidades: Dado que al calcular el costo de construcción no se ha incluido, con el fin de abaratar el monto de las cuotas, el costo que habitualmente se presupuesta para cubrir los deterioros y las deficiencias habituales verificados luego de la entrega de los edificios y/o casas, las responsabilidades que la Ley pone de cargo de la constructora frente a los futuros adjudicatarios, son de la contratante en su calidad de tal.

De pretenderse que la constructora asuma dichas responsabilidades deberá incluirse en el cómputo y presupuesto el costo pertinente. Luego de entregada la obra por parte de la contratante a quienes tengan derecho, TECNOREL S.A. deberá continuar con su labor en lo referido a la reparación de tales deterioros, que realizará por cuenta y cargo de la contratante y mantendrá igual régimen de remuneración a la pactada."

Las responsabilidades que la Ley pone de cargo de la constructora frente a los futuros adjudicatarios, son de la contratante en su calidad de tal. Luego de entregada la obra por parte de la contratante a quienes tengan derecho, TECNOREL S.A. deberá continuar con su labor en lo referido al servicio post-venta, que realizará por cuenta y cargo de la contratante y mantendrá igual régimen de remuneración a la pactada.

DECIMOSEGUNDO: Tecnorel S.A. se obliga a cumplir con las obligaciones aquí pactadas conforme a los parámetros de calidad, eficiencia y responsabilidad que caracterizan su aquilatada y vasta trayectoria y será responsable frente a la contratante en caso de que actúe con negligencia o culpa probada.

DECIMO TERCERO: Causales de rescisión: Será causal suficiente de rescisión unilateral por parte de TECNOREL S.A. sin ningún tipo de responsabilidad para ella, cualquier incumplimiento a los términos de este contrato, y especialmente la falta de los aportes por parte de la propietaria de acuerdo a lo establecido anteriormente. En cuanto a la propietaria, podrá ejercitar la facultad de rescisión en caso de incumplimiento por parte de TECNOREL a los términos de este contrato, negligencia probada en la administración comprometida, y toda circunstancia flagrantemente contraria a los fines de este contrato.

DÉCIMO CUARTO: Domicilios: Las partes constituyen como sus domicilios contractuales los indicados como suyos en la comparecencia.

DECIMOQUINTO: Medios de comunicación: Las partes aceptan como medio de comunicación o notificación para todas las cuestiones inherentes a este contrato, el Acta Notarial y el telegrama colacionado con copia de retorno (TCCPC).

DECIMO SEXTO: Anexos: Forman parte del presente contrato los planos, cronograma de aportes, cronograma de obra y el presupuesto con sus aclaraciones. Las variantes que surjan con la aprobación de los planos y proyectos definitivos podrán generar variaciones en el presupuesto, que serán asumidas por la propietaria.

DECIMO SEPTIMO: Arbitraje: Se establece para el caso de diferencias y/o controversias entre las partes, el Arbitraje como medio de solución de conflictos, debiendo acudir al Centro de Mediación de la Asociación de Escribanos del Uruguay en caso de ser necesario. En el lugar y fecha indicados en la comparecencia se firman tres ejemplares de un mismo tenor, de plena conformidad con su contenido.

ANEXO II: CONVENIO DE ADHESION AL CONTRATO DE FIDEICOMISO FINANCIERO "CAMPIGLIA & PILAY I"

GRUPO: **Nº:** **PACK Nº:**

En la ciudad de_____, a los ____ días del mes de _____ de dos mil once, entre: PILAY URUGUAY ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A, Por una Parte, en su carácter de Fiduciaria del Fideicomiso denominado " FIDEICOMISO FINANCIERO CAMPIGLIA & PILAY I", con domicilio contractual en la calle _____ de la ciudad de Montevideo, República Oriental del Uruguay, representada en este acto por _____ en su calidad de _____ (en adelante LA FIDUCIARIA) y Por otra Parte: el/la Sr/a. _____, titular del documento Nro. _____ con domicilio a todos los efectos en la calle _____ de la ciudad de _____ (en adelante denominado solamente "EL FIDEICOMITENTE B") convienen en celebrar el presente Convenio de Adhesión al Contrato de Fideicomiso Financiero "CAMPIGLIA & PILAY I", bajo las siguientes cláusulas y condiciones:

I. ANTECEDENTES: En fecha 24 de AGOSTO de 2009, las firmas PILAY URUGUAY S.A, TECNOREL S.A (empresa integrante del grupo CAMPIGLIA CONSTRUCCIONES), y los señores Germán Campiglia, titular de la cedula de identidad numero 2.762.577-2, de nacionalidad uruguaya, de estado civil casado y con domicilio en la calle Vilardebó Nro. 1157 de la ciudad de Montevideo; Álvaro Piña, titular de la cedula de identidad número 1.489.331-4, de nacionalidad uruguaya, de estado civil casado y con domicilio en 26 de marzo 3486 entrepiso 101; y Javier Vigo Leguizamón, titular de la libreta de enrolamiento Nº 8485039, de nacionalidad argentina, de estado civil casado y con domicilio en la calle Juncal Nº 1305 Piso 21 de la ciudad de Montevideo (en adelante solamente "Los Fideicomitentes A") celebraron un contrato de Fideicomiso de Administración de acuerdo con las disposiciones de la Ley 17.703 a la vez de prometer celebrar un contrato de arrendamiento de obras por el sistema de economía y administración regulado por los artículos 1831, 1833, 1834, 1840, 1841, 1843, 1844, 1845, 1848, 1849, 1850, 1854 y siguientes del Código Civil. El mismo fue inscripto en el Registro de Actos Personales con el número 40893 el 01.09.2009.

Por nota de fecha 18 de octubre de 2010 la Superintendencia de Servicios Financieros requirió a Pilay Uruguay S.A. realizar las gestiones destinadas a la transformación del Fideicomiso de Administración en Fideicomiso Financiero.

Pilay Uruguay Administradora de Fondos de Inversión S.A, ha llevado a cabo tal transformación concluyendo que la misma permite mantener la esencia del producto, y eleva su jerarquía, posibilitando, de así estimárselo conveniente en el futuro, captar recursos del mercado de capitales con el fin de incrementar el ritmo de construcción de las unidades, tal como lo posibilita el apartado "4.2" del contrato de Fideicomiso Financiero, donde los Fideicomitentes dieron su conformidad para que la Fiduciaria pueda celebrar con terceros contratos de Fideicomiso destinados a la incorporación de fondos extras que permitan incrementar el ritmo de adjudicación.

1.2 OBJETO DEL FIDEICOMISO FINANCIERO: De conformidad con lo manifestado y en un todo de acuerdo con la ley 17.703 se celebró la modificación de contrato de Fideicomiso de Administración Campiglia & Pilay, transformándose en Fideicomiso Financiero cuya denominación es "Fideicomiso Financiero Campiglia & Pilay I".
El referido Fideicomiso ha sido estructurado sobre la base de un conjunto de fideicomitentes que persiguen el objetivo común de invertir su dinero en la construcción de departamentos o casas, y que por tanto instruyen a la Fiduciaria para que celebre en nombre del Fideicomiso contratos de arrendamiento de obras por el sistema de economía y administración.
Sus integrantes no constituyen una sociedad de hecho, ni de ningún tipo, pues no se reúnen para llevar adelante una actividad comercial organizada. El objetivo que individualmente persiguen es la construcción de un departamento o una casa. Con espíritu solidario y equitativo se vinculan para facilitar el acceso a la vivienda al menor costo posible, amparándose en el marco legal conferido por los contratos de fideicomiso y arrendamiento de obras (art 1881 Código Civil). No hay intermediación financiera ni interés a pagar. Sus obligaciones se limitan a abonar el costo constructivo de la unidad elegida, los impuestos a su cargo y la parte proporcional de los gastos administrativos y honorarios de la administradora de las obras y del fideicomiso. Sus derechos y obligaciones se restringen a tal unidad.

1.3 CONTRATO DE ARRENDAMIENTO DE OBRA POR EL SISTEMA DE ECONOMÍA Y ADMINISTRACIÓN: El contrato de arrendamiento de obra por el sistema de economía y administración, que a través de este instrumento se promete celebrar por el Fideicomiso con la Empresa Constructora y que se regirá en lo sustancial por el modelo incorporado como Anexo I, es definido por la doctrina[1] como aquél celebrado por quien, deseando construir una obra, encomienda a un tercero (mandatario y/o fiduciario) la organización de los factores de la

[1] Spota, Alberto: Tratado de locación de obra, T.I, pág.50; Mosset Iturráspe, Jorge: Responsabilidad por Daños; pág.309.

producción (contratación de los obreros, adquisición de los materiales, elección de profesionales, realización de trámites administrativos, etc.) destinados a obtener el resultado constructivo perseguido. Como consecuencia de ello, y de las diferencias que lo distinguen del contrato de compraventa, los fideicomitentes se involucran expresamente en el proceso interno de construcción de las obras, definiendo en este contrato sus características, radio de construcción, ritmo constructivo, costos, metodología para trasladar a las cuotas los incrementos de costos, etc. No hay aquí una parte vendedora, sino una empresa constructora a quien se le encomendará la administración y gerenciamiento de la construcción de las obras en forma conjunta con la Fiduciaria y en su caso, su construcción. La fiduciaria recibirá en propiedad fiduciaria aportes dinerarios, para la compra de inmuebles, construcción de las obras y el cumplimiento de las demás instrucciones que los Fideicomitentes le fijan en el ítem 6.3 del contrato.

1.4 ADJUDICACIÓN A TODOS LOS FIDEICOMITENTES: EL FIDEICOMISO FINANCIERO CAMPIGLIA & PILAY I ha sido proyectado para que todos los fideicomitentes reciban a lo largo del plazo contractual una casa y/o un departamento, a construir con las características definidas en la SECCIÓN III del mismo.

1.5 Según lo establecido en la SECCIÖN "I" (Definiciones) del FIDEICOMISO FINANCIERO CAMPIGLIA & PILAY I, los FIDEICOMITENTES B "Son las personas físicas o jurídicas que adhieran con posterioridad a LOS CONTRATOS, y cuyas obligaciones y derechos se establecen en las Secciones III, IV, V, VI, VII, VIII, IX y concordantes de los contratos"

1.6 El FIDEICOMISO DE ADMINISTRACIÓN CAMPIGLIA & PILAY fue inscripto en el Registro de Actos Personales con el número 40893 el 01.09.2009 y el FIDEICOMISO FINANCIERO CAMPIGLIA & PILAY I fue inscripto en el Registro Nacional de Actos Personales con el Nro. 32618 el día 22 de julio de 2011.

1.7 Por intermedio del presente el FIDEICOMITENTE B manifiesta su voluntad de adherir al FIDEICOMISO FINANCIERO CAMPIGLIA & PILAY I, lo que es aceptado por LA FIDUCIARIA en ejercicio de los derechos y obligaciones previstos en el inciso m) de la Sección VI, ítem 6.3 de éste, suscribiendo las partes, en consecuencia, y como exteriorización del recíproco consentimiento, el presente Convenio de Adhesión.

1.8 En este acto y contra la firma del presente Convenio de Adhesión, El FIDEICOMITENTE B suscribe una copia del contrato de FIDEICOMISO FINANCIERO CAMPIGLIA & PILAY I - que modifica el contrato de Fideicomiso de Administración referido con anterioridad - en señal de conocimiento y aceptación de la totalidad de los términos en él contenidos, y recibe una copia del mismo.

1.9 Asimismo recibe una copia del Prospecto de emisión del Fideicomiso Financiero Campiglia & Pilay I con los Anexos I a VI, manifestando conocer y aceptar la totalidad de los términos en ellos contenidos. (Anexo I Contrato de obra por el sistema de economía y administración, Anexo II Convenio de Adhesión al contrato de Fideicomiso Financiero "Campiglia & Pilay I", Anexo III Calificación de Riesgos elaborada por la firma Standard and Poor´s, Anexo IV Contrato de Representante de los titulares de los Certificados de Participación y títulos de deuda del Fideicomiso Financiero Campiglia & Pilay I, Anexo V Cartas de contratación con AUREN, auditorías y estados contables, tanto de Pilay Uruguay S.A (en trámite de cambio de nombre a Pilay Uruguay Administradora de Fondos de Inversión S.A.) y como del Fideicomiso Campiglia Pilay (40893/09), y Anexo VI Estado Contable auditado de Pilay Uruguay S.A (en trámite de cambio de nombre a Pilay Uruguay Administradora de Fondos de Inversión S.A.).

II. Remisiones: Todos los términos del presente Convenio que no estén expresamente definidos en su texto y que hayan sido utilizados en LOS CONTRATOS tienen el mismo sentido que se les ha dado en ese último.

III. Objeto – Características de la unidad a recibir por EL FIDEICOMITENTE B: Con la integración de la Cuota de suscripción el FIDEICOMITENTE se adhiere y queda incorporado al FIDEICOMISO FINANCIERO CAMPIGLIA & PILAY I en el carácter de FIDEICOMITENTE B y adquiere el derecho a la adjudicación de un departamento y/o casa, en las condiciones que en este se establecen en la SECCIÓN III.

IV. Rol de la Empresa Constructora: El Fideicomitente B toma conocimiento de plena conformidad que la empresa constructora será Tecnorel S.A., empresa integrante del grupo empresario conocido como CAMPIGLIA CONSTRUCCIONES, con los derechos y obligaciones previstos en la SECCIÓN VI de LOS CONTRATOS y el Anexo I del Contrato de Fideicomiso siempre y cuando cotice a valores de mercado y sin superar los parámetros de costo contemplados en el Contrato de Fideicomiso Financiero Campiglia & Pilay I.

V. Derechos Y Obligaciones: Los derechos y obligaciones del FIDEICOMITENTE B constan en las en las Secciones III, IV, V, VI, VII, VIII, IX y concordantes de LOS CONTRATOS.

VI. Domicilios Y Jurisdicción: Para todos los efectos legales del FIDEICOMISO FINANCIERO CAMPIGLIA & PILAY I y del presente Convenio las partes constituyen domicilios especiales en los indicados por cada uno de ellas en el encabezamiento. Asimismo queda establecido que cualquier divergencia que se suscite con motivo de su ejecución será resuelto definitivamente mediante arbitraje de derecho a desarrollarse en Montevideo y de acuerdo al Reglamento de Arbitraje del Centro de Conciliación y Arbitraje de la Bolsa de Comercio de Uruguay a cuyo efecto las Partes declaran aceptar en todos sus términos el Reglamento de dicho Tribunal.
En prueba de conformidad se firman tres ejemplares de un mismo tenor y a un solo efecto.

ANEXO III

CALIFICACIÓN DE RIESGOS

Elaborada por la firma STANDARD AND POOR´S

PRESALE REPORT

Fideicomiso Financiero Campiglia & Pilay I

María Sol Ventura, Buenos Aires, (54) 11-4891-2114,sol_ventura@sandp.com;
Ignacio Estruga, Buenos Aires, (54) 11-4891-2106, ignacio_estruga@sandp.com

Fecha de Dictamen:
25 de mayo de 2011

RESUMEN DE LA EMISIÓN

Fecha de emisión estimada de los títulos de deuda:
Mayo de 2011

Fecha de emisión de los certificados de participación:
Mensual

Fecha de Vencimiento teórico:
Títulos de Deuda Serie 1
31 de Diciembre de 2015

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

Activo Subyacente:
Sumas aportadas por los fideicomitentes e inmuebles

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

Entidad Representante:
Bolsa de Valores de Montevideo

Fiduciaria:
Pilay Uruguay Administradora de Fondos de Inversión S.A.

Ley Aplicable:
República Oriental del Uruguay

Este informe de calificación está basado en información provista a mayo de 2011. La calificación asignada podría experimentar cambios ante variaciones en la información recibida. Para obtener la última actualización, por favor comunicarse con Standard & Poor's al (54) 11-4891-2100.

Calificaciones en la escala nacional para Uruguay

Clase	Calificación asignada	Monto a emitir
Títulos de Deuda Serie 1	uyBBB (sf)	US$1.200.000
Certificados de Participación S1B1CS	Sin calificación	$11.812.500
Certificados de Participación S1B1CE	Sin calificación	$1.246.734.120
Certificados de Participación S1B1CT	Sin calificación	$2.774.217.600
Certificados de Participación S1B1CA	Sin calificación	$346.500.000
Certificados de Participación S1B2CS	Sin calificación	$11.812.500
Certificados de Participación S1B2CE	Sin calificación	$1.679.624.100
Certificados de Participación S1B2CT	Sin calificación	$3.812.862.732
Certificados de Participación S1B2CA	Sin calificación	$472.500.000
Certificados de Participación S1BCMC	Sin calificación	$401.800.000

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

Nota 2: Los montos de los títulos de deuda y los certificados de participación pueden sufrir variaciones en la fecha de emisión.

Fundamentos de la calificación

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

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

Standard & Poor's realizó un análisis de sensibilidad para la calificación del presente fideicomiso financiero donde se analizó la suficiencia de los flujos durante la vida esperada de la transacción para garantizar el pago de los títulos de deuda serie 1 en la fecha de vencimiento legal. Como resultado del mismo, Standard & Poor's considera que de conservarse los niveles actuales de las principales variables que afectan el proyecto –entre ellas, el nivel de inflación, el costo de construcción, el nivel de salarios, y el nivel de actividad económico- los títulos de deuda serie 1 podrán ser pagados de acuerdo a las condiciones de emisión. Asimismo, el proyecto en general dadas las condiciones actuales (para los aportantes existentes a la fecha del presente informe) podrá ser concluido en el plazo legal del fideicomiso financiero. Un deterioro de alguna de las variables descriptas anteriormente podrá afectar la disponibilidad de ingresos al fideicomiso y eventualmente afectar el repago de los títulos de deuda serie 1 y la conclusión del proyecto con la construcción de los inmuebles previstos para los 560 fideicomitentes B.

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

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

Estructura Financiera

En la fecha de emisión se constituirá el Fideicomiso Financiero Campiglia & Pilay I. Para ello habrá dos tipos de fideicomitentes: los A quienes adquirirán los títulos de deuda Serie 1 y los B quienes obtendrán los diferentes certificados de participación de acuerdo al contrato que hayan firmado con Pilay Uruguay Administradora de Fondos de Inversión S.A.

Los fideicomitentes A aportarán al fideicomiso financiero US$1.200.000 para integrar la cuenta de gastos y afrontar los gastos iniciales del fideicomiso financiero (incluyendo los de integración y suscripción de los fondos comprometidos por los fideicomitentes B). Los títulos de deuda serie 1 tienen un vencimiento teórico el 31 de diciembre de 2015 que se cumplirá de acuerdo a el mismo porcentaje a la evolución de la construcción de los inmuebles (previstos en el contrato de fideicomiso financiero como 'Ritmo de Adjudicación'). El plazo legal para la cancelación de los títulos de deuda serie 1 será el 31 de diciembre de 2031.

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

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

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

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

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

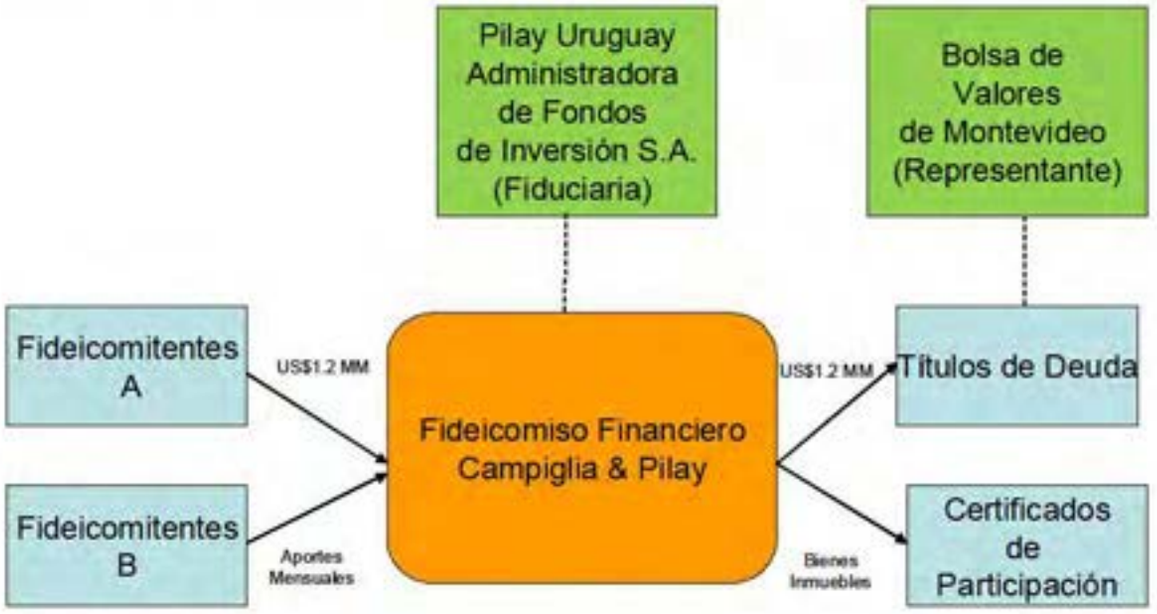
Protecciones y mejoras crediticias

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

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

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

El esquema a continuación muestra la estructura del fideicomiso financiero:



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

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

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

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

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

Orden de prelación de pagos de servicios de deuda:
El flujo de las cobranzas percibidas será destinado, en el siguiente orden de prelación:

Mientras que no ocurra un evento de liquidación:

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

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

Supuestos de Liquidación
El fideicomiso financiero podrá liquidarse ante los siguientes supuestos:

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

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

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

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

Mediante una alianza comercial, el grupo constructor uruguayo, Campiglia Construcciones, y Pilay Uruguay Administradora de Fondos de Inversión S.A. han acordado comercializar bienes inmuebles de acuerdo al sistema Pilay. Este sistema fue creado por Pilay S.A. en la ciudad de Santa Fe, Republica Argentina e n 1985. A la fecha, esta empresa lleva construidos 150.000 m^2 en las ciudades de Rosario, Córdoba, Santa Fe y Paraná (todas en la Republica Argentina) y cuenta con más de 20.000 inversores.

En Uruguay han lanzado el programa de comercialización en octubre de 2009. Para la Republica Oriental del Uruguay, se ha diseñado un plan de marketing para lograr la incorporación de 5.000 fideicomitentes B. A la fecha hay 529 fideicomitentes que han firmado acuerdo con la fiduciaria, de los cuales 491 se encuentran activos y con pagos al día.

Dentro del sistema Pilay los fideicomitentes B podrán contratar la construcción de un departamento o una casa. Los departamentos podrán ser de 1 o 2 dormitorios, es decir de 55m^2 o 75 m^2, respectivamente. Contarán además con un living comedor, cocina y baño. Los departamentos se construirán sobre los terrenos que adquirirá en propiedad fiduciaria la Fiduciaria, con los fondos aportados por los Fideicomitentes B. Los departamentos se ubicarán dentro del radio de construcción delimitado por los barrios de la ciudad de Montevideo: Tres Cruces, Cordón, Parque Batlle, Malvín, Buceo, Pocitos, Centro, Barrio Sur, Palermo y Parque Rodó.

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

Los inmuebles serán adjudicados de acuerdo a dos modalidades: adjudicación por mayor aporte dinerario adelantado o adjudicación por mayor puntaje. Para la adjudicación, el Fideicomitente deberá estar el día con el pago de las cuotas y deberá haber abonado la cuota del mes

correspondiente a la adjudicación en tiempo y forma. La adjudicación por mayor aporte dinerario, se realizará por medio de carta-sobre cerrado, resultando ganador el fideicomitente B que haya ofrecido el mayor monto. En caso de existir ofertas iguales, resultará ganador el oferente que hubiera ingresado con anterioridad al fideicomiso. Y en caso de ser semejante la antigüedad ganará aquél que tenga mayor puntaje de acuerdo a lo establecido en el contrato de fideicomiso.

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

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

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

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

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

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

comenzarán a contarse a partir del momento en que el Fideicomiso quede íntegramente constituido.

Determinación de la suficiencia del activo subyacente

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

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

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

- *Ingresos Proyectados*: Se consideró el flujo esperado de los 560 aportes vigentes durante la vida del fideicomiso financiero. Se asumió el ritmo de adjudicaciones estipulado en el contrato de fideicomiso financiero. El aporte inicial de los fideicomitentes A por US$1.200.000 fue tomado al tipo de cambio vigente entre el dólar y el peso uruguayo dando como resultado la obligación del fideicomiso de repagar $22.800.000 millones de pesos en la fecha de vencimiento legal de los títulos de deuda serie 1.

- *Ritmo de incorporación de nuevos contratos*: No se consideró el ingreso de nuevos contratos, se asumió que la cantidad total de contratos no variaría de 560.

- *Egresos proyectados:* Para el análisis del flujo de fondos se tuvieron en cuenta: los costos de construcción, de acuerdo a lo informado por la fiduciaria, que representan los costos vigentes a la fecha para la construcción de este tipo de inmuebles en Montevideo. Asimismo, se consideraron el pago de impuestos, los gastos de administración y los gastos de administración de obra a ser percibidos por la fiduciaria a lo largo de la vida del fideicomiso financiero.

- *Pérdida crediticia*: Se aplicó al flujo de fondos resultante una pérdida esperada de hasta el 21% que pueden ser resultado de mora en el pago de los créditos o un eventual incremento en los costos a ser afrontados por el fideicomiso financiero. El resultado del análisis crediticio determinó que los flujos de fondos de la cartera son acordes a un escenario de calificación **'uyBBB (sf)'**.

- *Timing de la pérdida:* Las pérdidas crediticias fueron aplicadas a los créditos lo largo de toda su vida. Se consideraron escenarios que distribuyen la perdida total en distintos momentos.

- *Sensibilización del cupón:* A fin de realizar el análisis de sensibilidad se consideró una tasa de interés fija del 5% para los títulos de deuda serie 1.

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

Análisis de aspectos operativos relacionados con el Administrador de Activos

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

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

Estructura Legal

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

- Prospecto Informativo
- Contrato de Fideicomiso Financiero Campiglia Pilay I

Luego del análisis de la documentación se ha comprobado que los aspectos legales del fideicomiso calificado son adecuados en relación con la calificación asignada. No obstante Standard & Poor's aún debe recibir la documentación legal final a confeccionarse en la fecha de emisión.

Gastos del Fideicomiso Financiero

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

Fuentes

- Prospecto Informativo
- Contrato de Fideicomiso Financiero Campligia Pilay I
- Información suministrada por Pilay.

Definición de las calificaciones asignadas

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

Títulos de deuda Serie 1: 'uyBBB (sf)'

Una obligación calificada 'uyBBB (sf)' implica ADECUADOS parámetros de protección comparados con los de otras obligaciones de entidades en Uruguay. Sin embargo, condiciones económicas adversas o un cambio en las circunstancias podrían debilitar la capacidad del emisor de hacer frente a sus compromisos financieros.

Nota

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

La escala de calificaciones locales para la Republica Oriental del Uruguay utiliza los símbolos globales de Standard & Poor's con la adición del prefijo "uy" (República Oriental del Uruguay) y está dirigida al mercado financiero uruguayo. La misma no incluye el riesgo soberano ni de potenciales controles de cambio; no diferencia entre emisiones de deuda denominadas en pesos o en dólares estadounidenses. Consecuentemente, no es directamente comparable con la escala global de calificaciones de Standard & Poor's.
Todas las opiniones expresadas en el presente informe reflejan exactamente nuestra opinión en relación a todos y cada uno de los valores o emisiones cubiertos por aquél. En ningún caso nuestra compensación ha estado, está o estará, directa o indirectamente, relacionada a las opiniones específicamente expresadas en este informe.
Los servicios analíticos que provee Standard & Poor's Ratings Services son resultado de actividades realizadas de manera independiente, diseñadas con el fin de conservar la imparcialidad y objetividad de las opiniones de calificación. Los informes y calificaciones de Standard & Poor's son opiniones, no declaraciones de hechos o recomendaciones para comprar, mantener o vender título alguno. Standard & Poor's ha establecido políticas y procedimientos para mantener la confidencialidad de la información no pública recibida durante el proceso de calificación.
Las calificaciones e informes se basan en la información recibida del emisor u obtenida por Standard & Poor's de otras fuentes consideradas confiables. Standard & Poor's no realiza "due diligences" y/o tareas de auditoría en relación a cualesquiera de sus calificaciones y, puede, en su caso, utilizar información financiera no auditada. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas o retiradas como resultados de cambios en el contenido o disponibilidad de la información, o sobre la base de cualesquiera otras circunstancias. Todos los derechos reservados por Standard & Poor's, una división de The McGraw-Hill Companies, Inc., representante legal en Uruguay, Sres. César Arostegui y Marcelo Lasowski, Ituzaingó 1324, Piso 8 , Montevideo Uruguay. Prohibida su reproducción total o parcial.

ANEXO IV

Contrato de Representante de los titulares de los Certificados de Participación y títulos de deuda del Fideicomiso Financiero Campiglia & Pilay I (BVM)

CONTRATO MODIFICATORIO del CONTRATO DE REPRESENTANTE DE LOS TITULARES DE LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN Y TÍTULOS DE DEUDA DEL FIDEICOMISO FINANCIERO CAMPIGLIA& PILAY suscrito el 31.03.2011

En Montevideo, el día 15 de junio del año dos mil once, entre: *I. Por una parte:* entre ***PILAY URUGUAY ADMINISTADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A*** (en trámite de cambio de denominación y objeto social), en adelante el EMISOR, RUT Nº 215500530018, con domicilio legal en Bulevar Artigas 456 de esta ciudad, representada por su apoderado el Lic. Javier Agustín Vigo, titular del documento de identidad argentino Nº 29220491, quien acredita su personería con certificado notarial que se adjunta al presente y; y *II. Por otra parte:* ***BOLSA de VALORES de MONTEVIDEO***, (en adelante la "BVM" o ENTIDAD REGISTRANTE) con domicilio en Misiones 1400, representada por su Presidente Montaldo Sociedad de Bolsa S.A., persona jurídica vigente RUT 21 453 574 0010 , representada en este otorgamiento por el Sr Pablo Montaldo, titular de la cédula de identidad 1.695.170-0, y su Secretario Di Matteo Mondino Sociedad de Bolsa S.A., persona jurídica vigente RUT 21 469 208 0018 , representada en este otorgamiento por el Sr Jorge Di Matteo, cédula de identidad 1.638.406-6; convienen de mutuo acuerdo, celebrar el siguiente ***Contrato modificatorio de contrato REPRESENTANTE DE LOS TITULARES DE LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN Y TÍTULOS DE DEUDA de la EMISIÓN:***

PRIMERO: ANTECEDENTES.

En fecha 31 de MARZO de 2011, las firmas PILAY URUGUAY ADMINISTADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A (en trámite de cambio de denominación y objeto social) *y la BOLSA de VALORES de MONTEVIDEO* suscribieron un contrato de representante de los titulares de los certificados de participación y títulos de deuda del Fideicomiso Financiero Campiglia & Pilay en los términos y condiciones que en el mismo se establecen. En este acto las partes acuerdan suscribir el presente contrato modificatorio del contrato referido, manifestando que el mismo permanece vigente en aquellos términos que no sean modificados por el presente contrato.

FIDEICOMISO CAMPIGLIA & PILAY

1. En fecha 24 de AGOSTO de 2009, las firmas PILAY URUGUAY S.A, TECNOREL S.A (empresa integrante del grupo CAMPIGLIA CONSTRUCCIONES), y los señores **Germán Campiglia**, titular de la cedula de identidad numero 2.762.577-2, de nacionalidad uruguaya, de estado civil casado y con domicilio en la calle Vilardebó Nro. 1157 de la ciudad de Montevideo; **Álvaro Piña**, titular de la cedula de identidad numero 1.489.331-4, de nacionalidad uruguaya, de

estado civil casado y con domicilio en 26 de marzo 3486 entrepiso 101; y **Javier Vigo Leguizamón**, titular de la libreta de enrolamiento Nº 8485039, de nacionalidad argentina, de estado civil casado y con domicilio en la calle Juncal Nº 1305 Piso 21 de la ciudad de Montevideo (en adelante solamente "Los Fideicomitentes A") celebraron un contrato de Fideicomiso de Administración de acuerdo con las disposiciones de la Ley 17.703 a la vez de prometer celebrar un contrato de arrendamiento de obras por el sistema de economía y administración regulado por los artículos 1831, 1833, 1834, 1840, 1841, 1843, 1844, 1845, 1848, 1849, 1850, 1854 y siguientes del Código Civil.

2.- El **"FIDEICOMISO CAMPIGLIA & PILAY"** fue inscripto en el Registro de Actos Personales con el número 40893 el 01.09.2009

3. CONTROL DEL BANCO CENTRAL: Desde su lanzamiento al mercado el BCU ejerció sus facultades de contralor sobre el Fideicomiso Campiglia & Pilay, tal como consta en expediente Nro. 2009/04000 caratulado "Campiglia – Pilay Actuación Inspectiva para relevar operativa publicitaria" y en los diversos dictámenes requeridos a los fines de dilucidar la naturaleza jurídica del contrato determinando si era un Fideicomiso de Administración o Financiero.

4. Por nota de fecha 18 de octubre de 2010 la Superintendencia de Servicios Financieros requirió a Pilay Uruguay S.A. realizar las gestiones destinadas a la transformación del fideicomiso de administración en fideicomiso financiero.

5. Pilay Uruguay Administradora de Fondos de Inversión S.A (en trámite de cambio de denominación y objeto social), ha llevado a cabo tal transformación concluyendo que la misma permite mantener la esencia del producto, y eleva su jerarquía.

SEGUNDO: TÉRMINOS Y CONDICIONES DE LA COLOCACIÓN:

EMISIÓN DE TÍTULOS DE DEUDA SERIE 1.

MONTO Y MONEDA: Hasta US$ 1.200.000 (Un millón doscientos mil dólares)

INTERESES: 5 % (cinco por ciento) anual efectiva sobre saldos de capital adeudado.

FECHA DE PAGO DE INTERESES: 28 de diciembre de cada año.

AMORTIZACIONES: Los títulos de deuda serie 1 tienen un vencimiento teórico el 31 de diciembre de 2015 que se cumplirá de acuerdo a el mismo porcentaje en que se cumplan los compromisos constructivos previstos en el contrato de Fideicomiso Financiero como 'Ritmo de Adjudicación'. El plazo legal para la cancelación de los títulos de deuda serie 1 será el 31 de diciembre de 2031.

Los Fideicomitentes A tendrán derecho: 1. A percibir anualmente, el 28 de diciembre de cada año y/o el día hábil siguiente si aquel resultare feriado, y con un orden de prelación prioritario sobre cualquier otra obligación del Fideicomiso, el interés del 5 % efectivo anual calculado sobre los saldos de los importes por ellos aportados y que dieran origen a la emisión de los títulos de deuda; 2. A que el capital de los títulos de deuda se amortice, siempre que se hubiera previamente cumplido con los compromisos constructivos previstos para el respectivo año en el apartado "4.2. Ritmo de Adjudicación" del Contrato, calculados conforme los ingresos efectivamente percibidos, en las siguientes proporciones: 28.12.2012: diez por ciento (10%); 28.12.2013: veinte por ciento (20%); 28.12.2014: veinte por ciento (20%); 28.12.2015: cincuenta por ciento (50%). En los primeros diez días del mes de diciembre de cada año y mientras existan saldos de los títulos de deuda pendientes de pago, la fiduciaria informará al representante de los Fideicomitentes A y B, y publicará en la página web del Fideicomiso, los compromisos constructivos exigibles en el respectivo año, conforme los ingresos efectivamente percibidos hasta el mes de noviembre inclusive de ese año, y el porcentaje en que dicho compromiso ha sido cumplido, informe que deberá haber sido auditado por la Auditoría Externa. A tal fin valorará lo efectivamente invertido en ese período de tiempo en la construcción de los inmuebles previstos en el Contrato de Fideicomiso, incluido lo invertido en la compra de los respectivos terrenos, y en el pago de los honorarios de los profesionales intervinientes en la confección de los planos, elaboración de los proyectos e instrumentación de las escrituras públicas de adquisición del dominio y todo otro gastos exigible e inherente a la citada construcción. El pago de las amortizaciones de los títulos de deuda se efectuará en el mismo porcentaje en que los compromisos constructivos hayan sido cumplidos en el respectivo período, y se abonará el 28 de diciembre del año respectivo o el día hábil siguiente si fuera feriado; 3. Sin perjuicio de lo consignado en el apartado precedente, los Fideicomitentes A tendrán, en el año 2031, un derecho prioritario sobre cualquier otra obligación exigible al Fideicomiso, para que les sea amortizado, antes del 31 de diciembre de ese año, el remanente del capital de los títulos de deuda que no se hubiera cancelado en los años precedentes.

La Fiduciaria reservará todos los meses un 15% de los ingresos realizados por los Fideicomitentes B a fin de asegurar el pago semestral de capital e interés de los títulos de deuda serie 1.

PRECIO: 100%

FECHA DE EMISIÓN: Dentro de los treinta (30) días siguientes al momento en que el BCU proceda a registrar la oferta pública, la Fiduciaria procederá a suscribir los títulos de deuda y los adjudicará a los Fideicomitentes A conforme los aportes realizados por cada uno de ellos hasta la fecha de emisión.

MODIFICACIÓN DE LOS TÉRMINOS Y CONDICIONES DE LA EMISIÓN: Para modificar los términos y condiciones de la emisión de los títulos de deuda se requerirá el consentimiento de los titulares que resulten tenedores de al menos el 75 % de los títulos de deuda emitidos.

EMISIÓN DE CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN SERIE 1.

2.1. Denominación de los Certificados de participación de la Serie 1.

Dentro de los ciento veinte (120) días siguientes a la precitada registración, procederá asimismo a emitir el certificado de participación correspondiente a las cuotas de suscripción y espera abonadas por los 529 Fideicomitentes B que adhirieran al fideicomiso de administración Campiglia & Pilay entre el 1 de octubre de 2009 y el 30.10.2010, los que serán incorporados a la Serie 1, según la opción constructiva que hubieran elegido al adherir al mismo, asignándosele para la opción un dormitorio certificados de participación **S1B1** y para la de dos dormitorios certificados de participación **S1B2.** Mantendrán en plenitud sus derechos y obligaciones.

La emisión global de los Certificados de Participación de la Serie 1 se realizará a través de emisiones parciales de 9 (nueve) Tramos de Certificados de Participación que identifican derechos y obligaciones diferentes en el Contrato de Fideicomiso y que se denominarán de la siguiente manera:

Certificados de Participación "S1B1CS"

Certificados de Participación "S1B1CE"

Certificados de Participación "S1B1CT"

Certificados de Participación "S1B1CA"

Certificados de Participación "S1B2CS"

Certificados de Participación "S1B2CE"

Certificados de Participación "S1B2CT"

Certificados de Participación "S1B2CA"

Certificado de Participación "S1BCMC"

2.2 Ratificación y aceptación.

La adquisición por parte de los Titulares del S1B1CS o del S1B2CS supone la ratificación y aceptación por parte de los Titulares del presente Documento de Emisión, del Prospecto y del Contrato de Fideicomiso así como de todos los demás contratos, estipulaciones, términos y condiciones de la emisión de los Certificados de Participación.

2.3. TÉRMINOS Y CONDICIONES DE LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

Los derechos de los Titulares están sujetos a las limitaciones y condiciones establecidas expresamente en el Prospecto, el Contrato de Fideicomiso de Administración Campiglia & Pilay,

su modificación en FIDEICOMISO FINANCIERO CAMPIGLIA & PILAY I y en el documento de emisión.

Para modificar los términos y condiciones de la emisión de los certificados de participación se requerirá el consentimiento del 75 % de los titulares de tales certificados.

2.4. MONTO Y MONEDA

El monto total de la emisión de Certificados de Participación de la Serie 1 es de hasta $10.757.864.152 (Diez mil setecientos cincuenta y siete millones ochocientos sesenta y cuatro mil ciento cincuenta y dos Pesos) reajustables conforme a la cláusula 5.2 del contrato de fideicomiso financiero, a emitir de acuerdo al siguiente detalle por TRAMOS

2.5. Monto y moneda de los Certificados de Participación S1B1CS

El monto total de los Certificados de Participación S1B1CS es de hasta $ 11.812.500 (once millones ochocientos doce mil quinientos Pesos) reajustables.

El valor nominal de cada Certificado de Participación S1B1CS es de $ 4.725. (cuatro mil setecientos veinticinco pesos) reajustables

2.6. Monto y moneda de los Certificados de Participación S1B1CE

El monto total de los Certificados de Participación S1B1CE es de hasta $ 1.246.734.720 (mil doscientos cuarenta y seis millones setecientos treinta y cuatro mil setecientos veinte Pesos) reajustables.

El valor nominal de cada Certificado de Participación S1B1CE es de $ 3.465 (tres mil cuatrocientos sesenta Pesos), reajustables.

2.7. Monto y moneda de los Certificados de Participación S1B1CT

El monto total de los Certificados de Participación S1B1CT es de hasta $ 2.774.217.600 (dos mil setecientos setenta y cuatro millones doscientos diecisiete mil seiscientos Pesos) reajustables.

El valor nominal de cada Certificado de Participación S1B1CT es de $ 11.550 (once mil quinientos cincuenta Pesos), reajustables.

2.8. Monto y moneda de los Certificados de Participación S1B1CA

El monto total de los Certificados de Participación S1B1CA es de $ 346.500.000 (trescientos cuarenta y seis millones quinientos mil Pesos) reajustables.

El valor nominal de cada Certificado de Participación S1B1CA es de $ 3.465 (tres mil cuatrocientos sesenta y cinco Pesos), reajustables

2.9. Monto y moneda de los Certificados de Participación S1B2CS

El monto total de los Certificados de Participación S1B2CS es de hasta $ 11.812.500 (once millones ochocientos doce mil quinientos Pesos) reajustables.

El valor nominal de cada Certificado de Participación S1B2CS es de $ 4.725. (cuatro mil setecientos veinticinco pesos) reajustables

2.10. Monto y moneda de los Certificados de Participación S1B2CE

El monto total de los Certificados de Participación S1B2CE es de hasta $ 1.679.624.100,00 (mil seiscientos setenta y nueve millones seiscientos veinticuatro mil cien pesos) reajustables

El valor nominal de cada Certificado de Participación S1B2CE es de $ 4.725 (cuatro mil setecientos veinticinco pesos), reajustables.

2.11. Monto y moneda de los Certificados de Participación S1B2CT

El monto total de los Certificados de Participación S1B2CT es de hasta $ 3.812.862.732 (tres mil ochocientos doce millones ochocientos sesenta y dos mil setecientos treinta y dos pesos) reajustables

El valor nominal de cada Certificado de Participación S1B2CT es de $ 15.593 (quince mil quinientos noventa y tres pesos), reajustables.

2.12. Monto y moneda de los Certificados de Participación S1B2CA

El monto total de los Certificados de Participación S1B2CA es de hasta $ 472.500.000 (cuatrocientos setenta y dos millones quinientos mil pesos) reajustables

El valor nominal de cada Certificado de Participación S1B2CA es de $ 4.725 (cuatro mil setecientos veinticinco Pesos), reajustables

2.13 Monto y moneda de los Certificados de Participación S1BCMC

El monto total de los Certificados de Participación S1BCMC es hasta $ 401.800.000 (cuatrocientos un millones ochocientos mil Pesos) reajustables

El valor nominal de cada Certificado de Participación S1BCMC es de $ 1.000 (Mil Pesos), reajustables

2.14 .REAJUSTE DE LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN:

El valor de los Certificados de Participación se reajustará el último día de cada mes, de acuerdo a la variación que resulte mayor entre la verificada en el ICC y la verificada en la fórmula paramétrica definida en la Sección 6.2.c) del Contrato de Fideicomiso y siempre que se hubieren verificado incrementos.

2.15. CALENDARIO DE EMISIONES Y OBLIGACIONES DE PAGO.

Cada tramo de certificados de participación se emitirá mensualmente.

Los Titulares deberán efectuar el pago correspondiente a cada Certificado de Participación con anterioridad al día 10 de cada mes.

2.16 .GARANTÍAS.

Los certificados de participación están únicamente garantizados y serán exclusivamente honrados con el patrimonio del Fideicomiso, en las condiciones establecidas en el Contrato de Fideicomiso.

Al adquirir los certificados de participación, los Titulares comprenden y aceptan que los derechos emergentes del Certificado de Participación están sujetos a los términos, condiciones y limitaciones que se indican en el Contrato de Fideicomiso y que en ningún caso este Documento de Emisión modifica, extiende o anula las estipulaciones expresamente contenidas en el Contrato de Fideicomiso.

2.17. LIMITACIÓN DE LA RESPONSABILIDAD.

Los bienes de la Fiduciaria 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 17.703 del 27.10.2003.

2.18. DERECHOS Y OBLIGACIONES DE LOS TITULARES DE LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÒN:

2.18.1. Adjudicación a todos los Fideicomitentes.:

EL FIDEICOMISO FINANCIERO CAMPIGLIA & PILAY ha sido proyectado para que todos los Fideicomitentes B reciban a lo largo del plazo contractual una casa y/o un departamento, a construir con las características definidas en la SECCIÓN III del mismo

Mediante la firma de Convenio de Adhesión, los Fideicomitentes B elegirán la opción constructiva prevista en la Sección III, apartado 3.1, del Contrato de Fideicomiso.

Los Fideicomitentes B podrán solicitar que en vez del departamento con el que resultara beneficiado en los actos de adjudicación se le construya, por igual costo constructivo, o de ser mayor aportando durante el período constructivo la diferencia correspondiente, una casa en las condiciones fijadas en el contrato de fideicomiso financiero.

En la Sección IV del contrato de fideicomiso las Partes acordaron que los Fideicomitentes B accedan a sus unidades por dos modalidades de adjudicación: a. *Adjudicación por mayor aporte dinerario adelantado*; b. *Adjudicación por mayor puntaje*. A partir del momento en que resulte ganador en cualquiera de las dos modalidades debe construírsele al Fideicomitente B el inmueble objeto de esa adjudicación.

2.18.2. Obligaciones de los Titulares de los Certificados de Participación.

Se destacan como obligaciones principales de los Titulares de los Certificados de Participación las siguientes:

(a) adquirir el Certificado de Participación S1B1CS o S1B2CS según la opción constructiva elegida al momento de adherir al Fideicomiso;

b) adquirir 240 Certificados de Participación S1B1CE o S1B2CE, según la opción constructiva elegida, cada uno en forma mensual y consecutiva.

(c) además, los Fideicomitentes B Simples Tenedores se obligan a partir del momento que concluya la construcción de la casa y/o departamento pactado, y se les entregue la tenencia del mismo, a sustituir la obligación de pago prevista en el literal (b) que antecede por la adquisición de tantos Certificados de Participación S1B1CT o S1B2CT, según la opción constructiva elegida, cada uno en forma mensual y consecutiva, como le falten para completar el número total de Cuotas previstas en tal Cláusula. Para determinar su número se deducirán el número de certificados adquiridos con anterioridad en carácter de Fideicomitente B o Fideicomitente B beneficiado.

(d) adquirir, en los meses de enero y julio de cada año, 1 Certificado de Participación S1B1CA o S1B2CA, según la opción constructiva elegida.

(e) los Fideicomitentes B que hayan optado por una Casa de mayor metraje, o requerido mejoras constructivas, adquirir los Certificados de Participación S1BCMC que correspondan.

2.19. ENTIDAD REGISTRANTE Y REGISTRO DE LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN:

La Fiduciaria actúa como Entidad Registrante de la presente emisión, siendo la encargada de llevar el Registro de acuerdo a los términos incluidos en el presente Documento de Emisión.

La Fiduciaria llevará el Registro de los Valores, así como cuentas de cada uno de los suscriptores de los Certificados de Participación. También se inscribirán en el Registro todos los negocios jurídicos que se realicen con los Certificados de Participación y cualquier otra mención que derive de sus respectivas situaciones jurídicas así como sus modificaciones.

2.20. COMUNICACIONES:

Todas las notificaciones, solicitudes, demandas u otras comunicaciones que la Fiduciaria realice a los Titulares, se considerarán debidamente efectuadas cuando las mismas se realicen por escrito o telegrama colacionado con acuse de recibo, al domicilio que el Titular haya declarado en el Registro que lleva la Fiduciaria.

2.21. JURISDICCIÓN Y COMPETENCIA:

Este Contrato se regirá por las Leyes de la República Oriental del Uruguay.

(Arbitraje)

Todas las diferencias, desavenencias y/o controversias que se produzcan entre las Partes, derivadas de este Contrato, serán resueltas definitivamente mediante arbitraje de derecho. El tribunal arbitral estará integrado por tres (3) árbitros. El arbitraje se desarrollará en la ciudad de Montevideo y en idioma español, observándose, tanto para la designación de los árbitros como para el procedimiento arbitral, las disposiciones contenidas en el Reglamento de Arbitraje del Centro de Conciliación y Arbitraje, de la Bolsa de Comercio del Uruguay.

Para el caso de que el Centro de Conciliación y Arbitraje de la Bolsa de Comercio, por cualquier circunstancia dejara de existir, el arbitraje se desarrollará conforme a las normas del Código General del Proceso y las pautas precedentemente establecidas respecto a números de árbitros, lugar y naturaleza del arbitraje que será de derecho, conviniéndose además específicamente que: a) los árbitros serán designados uno por cada parte, en defecto de designación de alguno de los árbitros, los nombrará el Juez competente; y b) el arbitraje se regirá, también en este caso, por el procedimiento establecido en el Reglamento de Arbitraje del Centro de Conciliación y Arbitraje de la Bolsa de Comercio del Uruguay, que se considera incorporado al cuerpo de este Contrato, así como por las disposiciones contenidas en dicho Reglamento respecto al plazo para laudar y demás normas en él incluidas que resulten aplicables.

A estos efectos se considera a los Fideicomitentes A y/o B que adhieran a este Contrato, representados por la Bolsa de Valores de Montevideo, como una parte, a la Fiduciaria como una parte y a la Empresa Constructora como una parte.

De suscitarse el conflicto sólo entre dos partes, cada una de ellas designará un árbitro y los designados designarán de común acuerdo un tercero.

2.22. AUTORIZACIÓN PARA LA OFERTA PÚBLICA

Por resolución de fecha .....de .....de 2011, la presente emisión de Certificados de Participación en el Fideicomiso Financiero Campiglia & Pilay fue inscripta en Registro de Valores del Banco Central del Uruguay.

2.23. TRANSMISIÓN

La titularidad de los Certificados de Participación en el dominio fiduciario, pertenecientes al Fideicomitente B, serán transmitidos por cesión realizada por instrumento público o privado. Tratándose de un valor emergente de un contrato de fideicomiso financiero, el cesionario quedará colocado en la posición del cedente no teniendo un derecho autónomo, pudiéndosele oponer las excepciones que habría podido invocar la fiduciaria frente al cedente porque el derecho del cesionario es un derecho derivado del derecho del cedente.

2.24. PROSPECTO DE EMISIÓN: El EMISOR ha redactado un prospecto conteniendo información sobre la emisión de los certificados de participación y títulos de deuda, la situación y derechos de los fideicomitentes con respecto a ellos y sobre el propio EMISOR (en adelante el "Prospecto") para entregar a los posibles interesados en adquirirlos, el cual se adjunta al presente como Anexo II. El Prospecto ha sido suscripto por el EMISOR.

2.25. El REPRESENTANTE DE LOS TITULARES DE LOS VALORES no asume ninguna responsabilidad por la información contenida en el Prospecto la cual no ha sido analizada ni confirmada por el REPRESENTANTE DE LOS TITULARES DE LOS VALORES, lo cual se destaca claramente en el mismo.

2.26 En caso de contradicción y/o incompatibilidad entre el Contrato de Representante de los Titulares de los Valores, el Contrato de Fideicomiso Financiero, el Contrato de Entidad Registrante y/o cualquiera de los documentos de emisión de los certificados de participación y títulos de deuda, primará lo establecido en el Contrato de Representante de los Titulares de los Valores. En caso de contradicción entre lo previsto en el Contrato de Representante de los Titulares de los Valores y el Contrato de Fideicomiso Financiero, primará lo establecido en el Contrato de Fideicomiso.

TERCERO: Objeto. El EMISOR designa en este acto a Bolsa de Valores de Montevideo como REPRESENTANTE DE LOS TITULARES DE LOS VALORES de la Emisión de los certificados de participación y títulos de deuda, al amparo de lo dispuesto en los artículos 73 y 74 de la Ley Nº 18.627, y artículos 456, 457 y 464 de la ley Nº 16.060, y ésta acepta dicha designación y asume la representación de los futuros tenedores de los titulares de los certificados de participación y títulos de deuda, en los términos explicitados en el presente Contrato.

CUARTO: Obligaciones del EMISOR. Mediante el presente instrumento, el EMISOR asume las siguientes obligaciones:

4.1. Garantiza al REPRESENTANTE DE LOS TITULARES DE LOS VALORES y a través de él a los titulares de los certificados de participación y títulos de deuda, la veracidad de los datos contenidos en el Prospecto.

4.2. Garantiza al REPRESENTANTE DE LOS TITULARES DE LOS VALORES por cualquier perjuicio que pudiera irrogársele en el cumplimiento de este contrato que sea legal o contractualmente imputable al Emisor.

4.3. Suministrará al REPRESENTANTE DE LOS TITULARES DE LOS VALORES:

4.3.1. Cualquier información y/o documentación que corresponda bajo los certificados de participación y títulos de deuda emitidos y sus respectivas Restricciones, las normas vigentes o que se dicten en el futuro, o se deriven de la reglamentación de las bolsas en las cuales tales Valores coticen;

4.3.2. Cualquier información económica-financiera del EMISOR y del estado de los negocios así como respecto de cualquier otra situación que pueda incidir en el cumplimiento de las obligaciones del EMISOR bajo los Valores emitidos que el REPRESENTANTE DE LOS TITULARES DE LOS VALORES razonablemente le requiera para el debido cumplimiento del encargo;

4.3.3. Toda aquella información y/o documentación periódica y permanente necesaria a efectos de cumplir con disposiciones del Banco Central del Uruguay, requerimientos de las Bolsas y de los fideicomitentes, así como toda información respecto a los hechos relevantes que el EMISOR esté obligado a divulgar al Banco Central del Uruguay, con el contenido, en la forma y en la oportunidad que dispongan la Ley Nº 18.627 (Ley de Mercado de Valores) con sus modificativas y concordantes, así como sus normas reglamentarias y complementarias vigentes o que se dicten en el futuro.

4.4. Soportará los gastos razonables, debidamente justificados, que efectúe el REPRESENTANTE DE LOS TITULARES DE LOS VALORES en la protección de los derechos e intereses de los titulares de los certificados de participación y títulos de deuda, en caso de mora.

4.5. Abonará al REPRESENTANTE DE LOS TITULARES DE LOS VALORES la remuneración pactada en este Contrato, en las condiciones establecidas en el mismo.

QUINTO: Obligaciones del Representante de los Titulares de los Valores. El REPRESENTANTE DE LOS TITULARES DE LOS VALORES asumirá las siguientes obligaciones:

5.1. Asumir la representación legal de los titulares de los certificados de participación y títulos de deuda, con el alcance previsto en el presente Contrato y en el Contrato de Fideicomiso de Garantía, Administración y Pago.

5.2. Defender los derechos e intereses colectivos de los titulares de los certificados de participación y títulos de deuda durante la vigencia del fideicomiso y hasta su cancelación total con el alcance previsto en el presente Contrato y en el Contrato de Fideicomiso Financiero. Sin perjuicio de lo anterior, el REPRESENTANTE DE LOS TITULARES DE LOS VALORES no asume ningún tipo de compromiso o responsabilidad respecto del cumplimiento de las obligaciones asumidas por la fiduciaria o los fideicomitentes.

5.3. No será responsabilidad del REPRESENTANTE DE LOS TITULARES DE LOS VALORES representar a los Fideicomitentes B en relación a reclamos por vicios en la construcción de los inmuebles previstos en el contrato de Fideicomiso Financiero, debiendo éstos ejercitar de manera individual sus derechos.

SEXTO: Representación y Defensa de los Derechos de los Obligacionistas. El REPRESENTANTE DE LOS TITULARES DE LOS VALORES podrá realizar, en nombre y representación de los titulares de los certificados de participación y títulos de deuda, los siguientes actos respecto del EMISOR:

6.1. Requerir al EMISOR la información y/o documentación referida en la cláusula 4.3 de este Contrato.

6.2. Defender los derechos e intereses colectivos de los titulares de los valores durante la vigencia de la Emisión y hasta la cancelación total de las obligaciones previstas en el contrato de fideicomiso financiero.

6.3. Realizar aquellos actos que sean necesarios para conservar los derechos de los titulares de los valores, inclusive las gestiones judiciales que se requieran para no perjudicar los mismos, sin perjuicio de lo que la Asamblea de Fideicomitentes puedan oportunamente resolver.

6.4. Requerir a la Fiduciaria cite a Asamblea de Fideicomitentes, en los casos que lo considere oportuno o conveniente para la defensa de los intereses de éstos o cuando de acuerdo al contrato de fideicomiso financiero corresponda y/o cuando así se lo soliciten Fideicomitentes B que representen al menos el 30 % (treinta por ciento) del total de Fideicomitentes adheridos al Fideicomiso, y que se encuentren al día en el cumplimiento de sus obligaciones. Igualmente deberá solicitar a la Fiduciaria convocarla cuando lo soliciten fideicomitentes A que resulten tenedores de al menos el 50 % de los títulos de deuda emitidos.

La convocatoria deberá ser realizada por la Fiduciaria dentro de los 30 (son treinta) Días Hábiles de recibida del Representante de los Titulares de los Valores la correspondiente solicitud. A opción de la Fiduciaria, se convocará de cualquiera de las siguientes formas, con una anticipación no menor a diez días corridos de la fijada para la fecha de asamblea:

(a) publicación durante un (1) día en el Diario Oficial; o

(b) publicación durante un (1) día en un diario de circulación nacional.

(c) notificación personal por algún medio fehaciente a cada uno de los Fideicomitentes B.

La Asamblea podrá realizarse sin publicación en los casos en que todos los Fideicomitentes B y A hubieran sido notificados por medio fehaciente por la Fiduciaria.

Las Asambleas se celebrarán en la Ciudad de Montevideo, en la fecha y hora que la Fiduciaria determine, y serán presididas por el Presidente y/o Vicepresidente de la Fiduciaria, o por un apoderado de ésta designado a tal efecto.

El quórum en primera convocatoria será de Fideicomitentes que tengan o representen por lo menos el 70 % (setenta por ciento) de las Participaciones. No habrá quórum mínimo en segunda convocatoria.

Los Fideicomitentes podrán concurrir por sí o por representantes debidamente designados mediante carta poder con firma certificada por Escribano Público. Dicha acreditación deberá hacerse con 5 (son cinco) días hábiles de anticipación ante la Fiduciaria.

El llamado en primera y segunda convocatoria se podrá realizar simultáneamente, pero la Asamblea en segunda convocatoria deberá tener lugar por lo menos una hora después de la fijada para la primera.

El voto de cada fideicomitente será equivalente al monto aportado al fideicomiso. Las resoluciones se adoptarán por mayoría absoluta de los votos presentes emitidos, la que requerirá el voto favorable de al menos el 51 %.(cincuenta y un por ciento) del valor nominal de los certificados de participación y títulos de deuda emitidos. Se requerirá dicha mayoría para la adopción de decisiones asamblearias que conciernan a la administración del fideicomiso.

Para la adopción de decisiones asamblearias que impliquen la liquidación del patrimonio fiduciario se requerirá el voto favorable de una mayoría especial de titulares. Se entenderá por tal la adoptada por el voto favorable de al menos el setenta y cinco por ciento (75%) del valor nominal de los certificados de participación y títulos de deuda emitidos.

Las abstenciones se reputarán votos no emitidos.

Los Fideicomitentes B morosos podrán participar en las Asambleas pero no tendrán derecho a voto.

En el supuesto de insuficiencia del Patrimonio Fiduciario, la Fiduciaria convocará a Asamblea de Fideicomitentes dentro de los noventa días de comprobada dicha circunstancia.

De conformidad al artículo 230 de la Recopilación de Normas del Mercado de Valores se deja constancia que es admitida la posibilidad de que personas vinculadas al Fiduciario – en tanto tenedores de títulos – participen en las asambleas de tenedores de títulos.

6.5. Ejecutar, en nombre de los Titulares de los Valores los actos jurídicos que disponga la Asamblea de Fideicomitentes, en cuanto por derecho corresponda.

6.6. Las facultades del REPRESENTANTE DE LOS TITULARES DE LOS VALORES establecidas en esta cláusula son sin perjuicio de todas las otras que se establezcan en este contrato, en el Documento de Emisión de los certificados de participación y títulos de deuda, en el Contrato de Fideicomiso Financiero o en cualquier otra documentación relacionada con esta Emisión.

SÉPTIMO: Exoneración de Responsabilidad, Indemnidad y No conflicto de intereses:

7.1. Los titulares de los Valores y el EMISOR exoneran de responsabilidad y mantendrán indemne al Representante de los Titulares de los Valores por los resultados de su gestión, así como por la realización de cualquier medida tendiente a proteger los derechos de los Titulares de los Valores, salvo los casos de dolo o culpa (artículo 464, ley N° 16.060).

7.2. El REPRESENTANTE DE LOS TITULARES DE LOS VALORES no es responsable por el contenido y alcance del Prospecto Informativo ni del Documento de Emisión de los citados

Valores. El Representante de los Titulares de los Valores no cumplirá ninguna instrucción, orden o resolución de los Titulares de los Valores, conforme a lo dispuesto en este Contrato si no se le adelantan los fondos o se le proporcionan las garantías suficientes para cubrir todos los gastos, tributos y responsabilidades que deba asumir.

7.3. El REPRESENTANTE DE LOS TITULARES DE LOS VALORES actuando a nombre propio y en representación de los Titulares de los Valores podrá en cualquier momento acordar y otorgar con el EMISOR las modificaciones al presente Contrato de Representante de los Titulares de los Valores que estime pertinente, con alguno o algunos de los siguientes propósitos:

7.3.1. Agregar obligaciones o restricciones o declaraciones del EMISOR que sirvan de protección adicional a los Titulares de los Valores;

7.3.2. Aclarar cualquier ambigüedad o disposición dudosa contenida en este Contrato, sus modificaciones o en los documentos de emisión;

7.3.3. Modificar cualquier disposición del presente Contrato de carácter formal o técnico que, a su juicio, no resulte perjudicial para los intereses de los Titulares de los Valores o para corregir un error manifiesto. Toda modificación deberá ser inmediatamente comunicada a las Bolsas en las cuales, en su caso, los citados valores coticen, al Banco Central del Uruguay y a los Titulares de los Valores (a éstos mediante publicación en dos diarios de amplia circulación en la capital, por tres días consecutivos indicando que existe nueva documentación que refiere a temas contractuales vinculados al Fideicomiso, a su disposición. La publicación no indicará ni su contenido ni alcance).

7.4. El REPRESENTANTE DE LOS TITULARES DE LOS VALORES podrá adquirir Títulos de Deuda o certificados de participación para sí o para clientes o recibirlas en prenda con todos los derechos que le correspondan y podrá realizar todo tipo de operaciones financieras o comerciales con el EMISOR, sin restricción alguna.

OCTAVO: Rescisión Unilateral. Renuncia y Designación de Nuevo Representante de los Titulares de los Valores.

8.1. El REPRESENTANTE DE LOS TITULARES DE LOS VALORES podrá renunciar a su calidad de Representante de los Titulares de los Valores de la Emisión y rescindir el presente Contrato por su sola voluntad, sin necesidad de expresión de causa alguna, en cualquier momento, debiendo comunicar tal decisión a los Titulares de los Valores (en dos diarios de amplia circulación en la capital, por tres días corridos) y al EMISOR, con al menos 180 días corridos de anticipación. La renuncia y rescisión no dará derecho al EMISOR para reclamar la

devolución de suma alguna que hubiere abonado al REPRESENTANTE DE LOS TITULARES DE LOS VALORES como retribución por sus servicios prestados de acuerdo a lo pactado en este Contrato, excepto en lo que refiere a la devolución de la retribución del último año, que hubiera percibido por adelantado, respecto de la cual el REPRESENTANTE DE LOS TITULARES DE LOS VALORES podrá retener aquella porción de la misma a prorrata del período del año en que sus servicios se prestaron, suma que deberá estar integrada conjuntamente con el otorgamiento de la rescisión.

8.2. Comunicada la renuncia del REPRESENTANTE DE LOS TITULARES DE LOS VALORES, éste solicitará a la Fiduciaria convoque a una Asamblea de Titulares de los Valores dentro de los 30 días corridos de la notificación al EMISOR de su renuncia, la que deberá designar de acuerdo a las mayorías exigidas, al nuevo Representante de los Titulares de los Valores, el que deberá aceptar dentro de los 15 días corridos siguientes a la resolución de cada asamblea. Si la asamblea no designara nuevo Representante de los Titulares de los Valores o designado éste no aceptase en los plazos establecidos, lo podrá designar el Emisor dentro de los 45 días corridos de celebrada la Asamblea respectiva, notificándoselo al Banco Central del Uruguay. Si el EMISOR no lo hiciera dentro del plazo señalado, cualquier Titular de los Valores o el propio REPRESENTANTE DE LOS TITULARES DE LOS VALORES podrá solicitar al juez competente que designe al Representante de los Titulares de los Valores sustituto, cesando las responsabilidades del REPRESENTANTE DE LOS TITULARES DE LOS VALORES cuando la solicitud se haya formulado al tribunal correspondiente.

8.3. El REPRESENTANTE DE LOS TITULARES DE LOS VALORES no estará obligado a explicitar los motivos de su renuncia ni será responsable de la misma bajo ningún concepto. Tampoco será responsable por la no aceptación de la calidad de Representante de los Titulares de los Valores por parte de un tercero.

NOVENO: Actuación de Titulares de los Valores . Las disposiciones relativas a la actuación de los Titulares de los Valores, a las Asambleas de Fideicomitentes, a su competencia y reglamentación, y a las resoluciones que obligan a todos los Titulares de los Valores se establecen en el Documento de Emisión, sin perjuicio de lo consignado en este contrato.

DÉCIMO: Retribución del REPRESENTANTE DE LOS TITULARES DE LOS VALORES.

El Emisor se obliga a abonar a la BVM por los servicios que ésta prestará en virtud del presente contrato como REPRESENTANTE DE LOS TITULARES DE LOS VALORES el arancel que se detalla de acuerdo a las siguientes condiciones:

Remuneración escenario "Sin Evento", se entiende escenario "Sin Evento" aquel en el que no ocurra ningún hecho extraordinario que altere sustancialmente las tareas que debe cumplir la Bolsa de Valores de Montevideo en pos de su mandato. Por la prestación de los servicios en un escenario "Sin Evento", la remuneración de la Bolsa de Valores de Montevideo será de UI 230.000 (unidades indexadas doscientos treinta mil), más IVA pagaderos en dos cuotas semestrales al inicio de cada período, a los efectos del cálculo de la unidad indexada, se tomará el valor de la unidad indexada del día de la fecha de pago de la factura. El primer año de prestación del servicio el presente arancel tendrá una reducción del 20%. A partir del segundo año y en caso de que el Fideicomiso Financiero Campiglia – Pilay no cuente con Cotización Bursátil en la Bolsa de Valores de Montevideo, el arancel de UI 230.000 anuales tendrá un incremento del 10% anual. Independientemente de los incrementos de arancel por no cumplir con el requisito de cotización bursátil, ésta no podrá superar en su totalidad UI 460.000 (unidades indexadas cuatrocientos sesenta mil) más IVA.

Remuneración escenario "Con Evento", se entiende escenario "Con Evento" aquel en que ocurra un hecho extraordinario que altere o incremente sustancialmente las tareas que debe cumplir la Bolsa de Valores de Montevideo y que asimismo pudiera generarle mayor exposición, riesgos o contingencias no previstas. Por la prestación de los servicios en un escenario "Con Evento", la remuneración de la Bolsa de Valores de Montevideo será de UI 460.000 (unidades indexadas cuatrocientos sesenta mil), más IVA o el arancel vigente (ajustada por la "no cotización bursátil") por dos, a los efectos del cálculo se tomara el valor de la unidad indexada del día del pago de la factura. El nuevo arancel comenzará a regir para el semestre que inicia luego de producido el cambio de escenario "Sin Evento" a escenario "Con Evento"

En caso de que no haya acuerdo entre las partes respecto al alcance del hecho extraordinario y sus consecuencias en el cálculo del arancel, las partes tendrán la libertad de acción para rescindir el presente contrato.

DÉCIMO PRIMERO: Gastos y Tributos.

11.1. Será de cargo del EMISOR todos los gastos razonables derivados de la celebración de asambleas de Titulares de los Valores, así como los tributos presentes o futuros que graven la emisión de aquéllos o su ejecución, quedando excluidos de dicha obligación los tributos que graven la retribución percibida por el REPRESENTANTE DE LOS TITULARES DE LOS VALORES.

11.2. El EMISOR garantiza y se obliga ante el REPRESENTANTE DE LOS TITULARES DE LOS VALORES a reembolsarlo y mantenerlo indemne por todo gasto, costo, honorarios profesionales,

tributo o indemnización, debidamente justificados, que deba incurrir en cumplimiento de lo pactado, que sea legal o contractualmente imputable al Emisor, o para las gestiones extrajudiciales o la ejecución judicial de las obligaciones del EMISOR bajo este Contrato o de los respectivos Documentos de Emisión de los títulos de deuda y certificados de participación.

DÉCIMO SEGUNDO: La calificación de riesgo efectuada por Standard&Poor's, ha asignado a los títulos de deuda serie 1 la **calificación 'uy BBB (sf)'**, sustentada en un adecuado **nivel de aforo inicial** para los citados títulos provisto por los aportes de los fideicomitentes B, las **adecuadas características legales y financieras del fideicomiso a emitir y la buena calidad de gestión y administración de la cartera de aportes.**

Dicha calificación implica haber concedido a tales títulos de deuda el grado de inversión (investment grade), calificación que sólo se concede a aquellas emisiones que presentan una adecuada capacidad para hacer frente a compromisos financieros futuros.

Standard& Poor's ha concluido que como resultado del análisis de sensibilidad considera que bajo los niveles actuales de las principales variables que afectan el proyecto – entre ellas, el nivel de inflación, costo de construcción, el nivel de salarios, y el nivel de actividad económico- los títulos de deuda serie 1 podrán ser pagados de acuerdo a las condiciones de emisión. ***Asimismo, el proyecto en general dadas las condiciones actuales (para los aportantes existentes) podrá ser concluido en el plazo legal del fideicomiso financiero.***

Ello demuestra que **ha realizado una evaluación del negocio en su conjunto concluyendo que los compromisos constructivos asumidos con los fideicomitentes B serán cumplidos.**

La calificación de los títulos de deuda se ha realizado sobre la base de que su amortización se realizará cada año sólo una vez cumplido con la parte del calendario construcciones previsto en el contrato de fideicomiso como "Ritmo de Adjudicación" para los tenedores de certificados de participación que se encuentren al día con sus aportes.

DÉCIMO TERCERO: Plazo y Vigencia del Contrato.

12.1. El presente contrato tendrá la misma duración y finalizará en igual forma y por iguales causales que la EMISIÓN, como consta en el Documento de Emisión. (Sección XIV)

12.2. El presente contrato entrará en vigencia una vez autorizada la emisión de los certificados de participación y títulos de deuda, por parte del Banco Central del Uruguay.

DÉCIMO CUARTO: Ley y Jurisdicción Aplicable. Este Contrato se regirá en su totalidad y exclusivamente por las leyes de la República Oriental del Uruguay, siendo competentes los tribunales ordinarios de la cuidad de Montevideo.

DÉCIMO QUINTO: Disposiciones Generales.

14.1. Modificaciones del acuerdo: Cualquier modificación al presente contrato será válida siempre que sea acordada por las partes en forma escrita.

14.2. Totalidad del Acuerdo: El alcance, sentido e interpretación de este contrato deberá realizarse teniendo en cuenta la finalidad del mismo. Queda expresamente estipulado, a todos los efectos de este contrato, que ningún acto, omisión, retardo o el simple transcurso del tiempo, habrá de interpretarse o valdrá como renuncia o desistimiento de los derechos y acciones que confiere este contrato al Cesionario.

14.3. Mora Automática: En el presente documento se establece la mora automática de pleno derecho sin necesidad de interpelación judicial o extrajudicial de clase alguna, por el solo vencimiento de los términos acordados para el cumplimiento de cualquiera de las obligaciones que asume por el presente.

14.4. Domicilios: A todos los efectos de este contrato, las partes constituyen domicilio, en el denunciado en la comparecencia.

14.5. Notificaciones: Cualquier aviso, comunicación, autorización, notificación e instrucción deberá efectuarse por escrito o por telegrama colacionando con acuse de recibo. Solo se consideraran fehacientemente notificados si han sido enviadas a través de los medios descriptos.

En señal de conformidad se firman 5 (cinco) ejemplares de un mismo tenor en el lugar y fecha indicados en la comparecencia.

Por *(EMISOR)*:

Firma: _____

Aclaración: Vizo Javier Agustín

Por *Bolsa de Valores de Montevideo (REPRESENTANTE DE LOS TITULARES DE LOS VALORES)*:

Firma: _____

Aclaración: Pablo Montaldo

Firma: _____

Aclaración: JORGE DI MATTEO

ANEXO V

Cartas de contratación con AUREN, auditorías y estados contables, tanto de Pilay Uruguay S.A (en trámite de cambio de nombra a Pilay Uruguay Administradora de Fondos de Inversión S.A.) así como del Fideicomiso de Administración Campiglia Pilay



CARTA DE CONTRATACION
AUDITORIA DE ESTADOS CONTABLES

FIDEICOMISO CAMPIGLIA PILAY

Montevideo, 25 de enero de 2011

Cra. Geraldine Lateulade
FIDEICOMISO CAMPIGLIA PILAY

De nuestra consideración:

El propósito de esta carta es el confirmar nuestro entendimiento de los términos del encargo y la naturaleza de los servicios a prestar a FIDEICOMISO CAMPIGLIA PILAY

Objetivos y limitaciones del servicio de auditoría

Nuestra función como auditores de la empresa es la de informar a los accionistas nuestra opinión sobre los estados contables del ejercicio finalizado al 31 de diciembre de 2010, los que serán preparados por la empresa de acuerdo con normas contables adecuadas en Uruguay, siguiendo lo establecido por los Decretos 266/007, 37/010, 65/010, 538/09 y 103/991.

Realizaremos nuestra Auditoría de acuerdo con las Normas Internacionales de Auditoría emitidas por la International Federation of Accountants. Esas normas requieren que planifiquemos y realicemos nuestra Auditoría para obtener una seguridad razonable acerca de si los estados contables están libres de errores significativos.

Durante nuestra Auditoría examinaremos, sobre una base selectiva, la evidencia que respalda los importes y las revelaciones en los estados contables, y evaluaremos tanto las normas contables utilizadas y las estimaciones significativas efectuadas por la gerencia, como la presentación de los estados contables en su conjunto.

Nuestra revisión de los estados contables será planeada y realizada para obtener una razonable, pero no absoluta, seguridad de que los estados contables están libres de errores significativos, ya sean causados por error o fraude. La seguridad absoluta no es alcanzable debido a la naturaleza de la evidencia de Auditoría y las características del fraude. Por lo tanto, existe el riesgo que errores materiales, fraudes (incluyendo fraudes que constituyan actos ilegales) y otros actos ilegales puedan ocurrir y no sean detectados por un trabajo efectuado de conformidad con Normas Internacionales de Auditoría. Adicionalmente, una Auditoría no está diseñada para detectar asuntos que sean inmateriales para los estados contables.

Es nuestro propósito solicitar a los asesores jurídicos de FIDEICOMISO CAMPIGLIA PILAY en caso de contar con asesores permanentes, su directa información escrita sobre asuntos relevantes que sean de su conocimiento y tengan relación con los estados contables examinados.

Nuestro dictamen estará dirigido al Directorio de FIDEICOMISO CAMPIGLIA PILAY. No podemos asegurar la emisión de una opinión sin salvedades. Podrían surgir circunstancias por las cuales fuera necesario que modificáramos nuestro informe o nos retiráramos del encargo.

Control Interno

Durante la planeación y ejecución de nuestra Auditoría, consideraremos el control interno de la empresa a los efectos de determinar nuestros procedimientos de Auditoría con el propósito de expresar una opinión sobre los estados contables y no para brindar certeza sobre el control interno.

El objetivo de nuestra Auditoría no es emitir una opinión sobre el control interno de FIDEICOMISO CAMPIGLIA PILAY y no estamos obligados a identificar, como parte de nuestra Auditoría de los estados contables, debilidades en el diseño u operación del control interno que podían afectar adversamente la habilidad de la organización de registrar, procesar, compilar y reportar información financiera consistente con las aseveraciones de la gerencia en los estados contables.

Tampoco estamos obligados a identificar problemas potenciales futuros de control interno, esto es, problemas de control que llamen nuestra atención que no afecten la preparación de los estados contables del periodo bajo análisis.

Publicación de los estados contables

Cuando la empresa decida publicar los estados contables conjuntamente con nuestro dictamen de Auditoría, ya sea formando parte de una memoria, u otro tipo de publicación, controlaremos los mismos a los efectos de su correcta impresión. También leeremos cualquier otra información a ser incluida en el documento borrador a ser publicado por la empresa. Por estos motivos la Dirección de la empresa será responsable de proporcionarnos dicha información antes de su publicación, a efectos de realizar nuestra verificación de la misma.

Responsabilidades de la gerencia

La gerencia de FIDEICOMISO CAMPIGLIA PILAY, es responsable de la presentación razonable, de acuerdo con normas contables adecuadas en Uruguay, de los estados contables y todas sus representaciones contenidas en ellos. La gerencia también es responsable de identificar y asegurar que FIDEICOMISO CAMPIGLIA PILAY cumple con las leyes y regulaciones aplicables a su actividad e informarnos de cualquier violación material conocida a estas leyes y regulaciones.

La gerencia también es responsable de prevenir y detectar el fraude, incluyendo el diseño e implementación de programas y controles para prevenir y detectar el fraude, de la adopción de políticas contables adecuadas y el establecimiento y mantenimiento de controles internos efectivos y procedimientos para la preparación de los estados contables para mantener la confiabilidad de los mismos y proveer razonable seguridad contra la posibilidad de que se cometan errores materiales en los estados contables. La gerencia también es responsable de informarnos de todas las debilidades, de las que tenga conocimiento, en el diseño u operación de los mencionados controles.

La gerencia de FIDEICOMISO CAMPIGLIA PILAY acuerda que todos los registros, documentación e información requerida por nosotros en relación con nuestra Auditoría, será puesta a nuestra disposición, que toda la información material nos será revelada, y que contaremos con la total cooperación del personal de FIDEICOMISO CAMPIGLIA PILAY

Como lo requieren las Normas Internacionales de Auditoría, haremos preguntas específicas a la gerencia acerca de las representaciones incluidas en los estados contables y la efectividad del control interno, y obtendremos una carta de representación de la gerencia acerca de estos temas.

Las respuestas a nuestras preguntas, las representaciones escritas y los resultados de las pruebas de Auditoría, entre otras cosas serán la base de la formación de nuestra opinión sobre los estados contables.

La gerencia es responsable por ajustar los estados contables para corregir los errores materiales y nos confirmará en la carta de representación que los efectos de errores no registrados son inmateriales individualmente y en su conjunto. Debido a la importancia de la representación de la gerencia para la ejecución efectiva de nuestros servicios, FIDEICOMISO CAMPIGLIA PILAY exonera a AUREN y a su equipo de trabajo de cualquier demanda, responsabilidad, costos y gastos relacionados con nuestros servicios si estos se originan en una falla en la carta arriba mencionada.

Disposiciones varias

A todos los efectos de la presente oferta técnica y propuesta de honorarios así como del encargo a que refiere, será de aplicación la ley uruguaya, siendo competentes para entender en cualquier instancia judicial, los tribunales de la ciudad de Montevideo, República Oriental del Uruguay.

Ustedes autorizan a AUREN a utilizar el fax para las comunicaciones con vuestra empresa.

Asimismo, autorizan a AUREN a utilizar Internet (incluyendo correo electrónico) para dichas comunicaciones, relevando expresamente a AUREN de toda responsabilidad por eventuales daños y perjuicios que pudieran verificarse como consecuencia de dichas comunicaciones. Las excepciones a estas autorizaciones serán comunicadas en forma fehaciente a AUREN.

Aunque para su conveniencia podremos enviar copia de nuestros informes por correo electrónico, la única versión oficial será la firmada en forma manuscrita.

Solamente para los propósitos de los servicios descriptos en esta carta, FIDEICOMISO CAMPIGLIA PILAY le concede a AUREN una licencia limitada, revocable no-exclusiva, no-transferible, totalmente paga y sin costo, sin derecho de licenciarla, para utilizar todos los nombres, logos, marcas registradas y marcas de servicios de FIDEICOMISO CAMPIGLIA PILAY, y solo para las presentaciones de los informes de FIDEICOMISO CAMPIGLIA PILAY o para presentaciones de AUREN o sitios de la Intranet.

Los papeles de trabajo relativos a este cargo son propiedad de AUREN.

A los efectos de dar cumplimiento a la Comunicación 94/12 del Banco Central de Uruguay, y teniendo en cuenta los requerimientos que dicha institución presenta para los Auditores externos de los principales prestatarios establecidos por la Comunicación 2006/151 declaramos:

1. Que conocemos aceptamos y aplicamos las Normas Internacionales de Auditoria declaradas obligatorias por el Colegio de Contadores y Economistas del Uruguay

2. Que hemos sido autorizados por FIDEICOMISO CAMPIGLIA PILAY a que las instituciones de intermediación financieras acreedoras puedan consultar directamente los papeles de trabajo preparados durante nuestro examen de los estados contables de la sociedad, así como cualquier aclaración que fuera requerida con respecto al trabajo realizado y sus conclusiones.

Dado que de acuerdo con Normas Internacionales de Auditoria el auditor debe respetar la confidencialidad de la información obtenida en el curso del ejercicio de servicios profesionales, requeriremos en cada caso una autorización específica de ustedes.

Responsabilidades

De conformidad con los términos del presente documento, ustedes aceptan liberar de toda responsabilidad tanto a AUREN, como a sus empleados y consultores y/o profesionales (a continuación denominados en conjunto como "nuestro personal") por cualquier perdida, demanda, costo, daños y/u obligaciones (incluyendo montos pagados por honorarios y gastos en consultas incurridas en defensa de demandas contra nosotros) que puedan surgir durante el desarrollo de nuestro trabajo o luego de su finalización, en las cuales AUREN o nuestro personal puedan llegar a ser responsabilizados bajo cualquier causa en tanto dichas pérdidas, demandas, costos, daños, obligaciones o acciones surjan o se basen directa o indirectamente en el cumplimiento de los servicios profesionales suministrados por AUREN o nuestro personal en relación a este encargo.

La liberación relacionada no será aplicable si se dispusiera por un tribunal competente en una sentencia pasada en autoridad de cosa juzgada que:

- AUREN o nuestro personal hayan incurrido en dolo o culpa grave durante el cumplimiento del encargo, y
- las pérdidas, reclamos, costos, daños y obligaciones indicados no hubiesen ocurrido a no ser por el dolo o culpa grave arriba mencionados.

Saludamos a Ustedes muy atentamente



Cr. Fernando García González
SOCIO - AUREN

ACEPTADO:

FIDEICOMISO CAMPIGLIA PILAY



Firma autorizada	Firma autorizada
Javier Agustín Vigo	
Aclaración de Firma	Aclaración de Firma
09/02/2011	
Fecha	Fecha



CARTA DE CONTRATACION
AUDITORIA DE ESTADOS CONTABLES

PILAY URUGUAY SA.
(En proceso de cambio de objeto y denominación a Pilay Uruguay Administradora de Fondos de Inversión S.A)

Montevideo, 25 de enero de 2011

Cra. Geraldine Lateulade
PILAY URUGUAY SA. (En proceso de cambio de objeto y denominación a Pilay Uruguay Administradora de Fondos de Inversión S.A)

De nuestra consideración:

El propósito de esta carta es el confirmar nuestro entendimiento de los términos del encargo y la naturaleza de los servicios a prestar a PILAY URUGUAY SA. (En proceso de cambio de objeto y denominación a Pilay Uruguay Administradora de Fondos de Inversión S.A)

Objetivos y limitaciones del servicio de auditoría

Nuestra función como auditores de la empresa es la de informar a los accionistas nuestra opinión sobre los estados contables del ejercicio finalizado al 31 de diciembre de 2010, los que serán preparados por la empresa de acuerdo con normas contables adecuadas en Uruguay, siguiendo lo establecido por los Decretos 266/007, 37/010, 65/010, 538/09 y 103/991.

Realizaremos nuestra Auditoría de acuerdo con las Normas Internacionales de Auditoría emitidas por la International Federation of Accountants. Esas normas requieren que planifiquemos y realicemos nuestra Auditoría para obtener una seguridad razonable acerca de si los estados contables están libres de errores significativos.

Durante nuestra Auditoría examinaremos, sobre una base selectiva, la evidencia que respalda los importes y las revelaciones en los estados contables, y evaluaremos tanto las normas contables utilizadas y las estimaciones significativas efectuadas por la gerencia, como la presentación de los estados contables en su conjunto.

Nuestra revisión de los estados contables será planeada y realizada para obtener una razonable, pero no absoluta, seguridad de que los estados contables están libres de errores significativos, ya sean causados por error o fraude. La seguridad absoluta no es alcanzable debido a la naturaleza de la evidencia de Auditoría y las características del fraude. Por lo tanto, existe el riesgo que errores materiales, fraudes (incluyendo fraudes que constituyan actos ilegales) y otros actos ilegales puedan ocurrir y no sean detectados por un trabajo efectuado de conformidad con Normas Internacionales de Auditoría. Adicionalmente, una Auditoría no está diseñada para detectar asuntos que sean inmateriales para los estados contables.

Es nuestro propósito solicitar a los asesores jurídicos de PILAY URUGUAY SA. (En proceso de cambio de objeto y denominación a Pilay Uruguay Administradora de Fondos de Inversión S.A) en caso de contar con asesores permanentes, su directa información escrita sobre asuntos relevantes que sean de su conocimiento y tengan relación con los estados contables examinados.

Nuestro dictamen estará dirigido al Directorio de PILAY URUGUAY SA. (En proceso de cambio de objeto y denominación a Pilay Uruguay Administradora de Fondos de Inversión S.A). No podemos asegurar la emisión de una opinión sin salvedades. Podrían surgir circunstancias por las cuales fuera necesario que modificáramos nuestro informe o nos retiráramos del encargo.

Control Interno

Durante la planeación y ejecución de nuestra Auditoría, consideraremos el control interno de la empresa a los efectos de determinar nuestros procedimientos de Auditoría con el propósito de expresar una opinión sobre los estados contables y no para brindar certeza sobre el control interno.

El objetivo de nuestra Auditoría no es emitir una opinión sobre el control interno de PILAY URUGUAY SA. (En proceso de cambio de objeto y denominación a Pilay Uruguay Administradora de Fondos de Inversión S.A) y no estamos obligados a identificar, como parte de nuestra Auditoría de los estados contables, debilidades en el diseño u operación del control interno que podían afectar adversamente la habilidad de la organización de registrar, procesar, compilar y reportar información financiera consistente con las aseveraciones de la gerencia en los estados contables.

Tampoco estamos obligados a identificar problemas potenciales futuros de control interno, esto es, problemas de control que llamen nuestra atención que no afecten la preparación de los estados contables del periodo bajo análisis.

Publicación de los estados contables

Cuando la empresa decida publicar los estados contables conjuntamente con nuestro dictamen de Auditoría, ya sea formando parte de una memoria, u otro tipo de publicación, controlaremos los mismos a los efectos de su correcta impresión. También leeremos cualquier otra información a ser incluida en el documento borrador a ser publicado por la empresa. Por estos motivos la Dirección de la empresa será responsable de proporcionarnos dicha información antes de su publicación, a efectos de realizar nuestra verificación de la misma.

Responsabilidades de la gerencia

La gerencia de PILAY URUGUAY SA. (En proceso de cambio de objeto y denominación a Pilay Uruguay Administradora de Fondos de Inversión S.A), es responsable de la presentación razonable, de acuerdo con normas contables adecuadas en Uruguay, de los estados contables y todas sus representaciones contenidas en ellos. La gerencia también es responsable de identificar y asegurar que PILAY URUGUAY SA. (En proceso de cambio de objeto y denominación a Pilay Uruguay Administradora de Fondos de Inversión S.A) cumple con las leyes y regulaciones aplicables a su actividad e informarnos de cualquier violación material conocida a estas leyes y regulaciones.

La gerencia también es responsable de prevenir y detectar el fraude, incluyendo el diseño e implementación de programas y controles para prevenir y detectar el fraude, de la adopción de políticas contables adecuadas y el establecimiento y mantenimiento de controles internos efectivos y procedimientos para la preparación de los estados contables para mantener la confiabilidad de los mismos y proveer razonable seguridad contra la posibilidad de que se cometan errores materiales en los estados contables. La gerencia también es responsable de informarnos de todas las debilidades, de las que tenga conocimiento, en el diseño u operación de los mencionados controles.

La gerencia de PILAY URUGUAY SA. (En proceso de cambio de objeto y denominación a Pilay Uruguay Administradora de Fondos de Inversión S.A) acuerda que todos los registros, documentación e información requerida por nosotros en relación con nuestra Auditoría, será puesta a nuestra disposición, que toda la información material nos será revelada, y que contaremos con la total cooperación del personal de PILAY URUGUAY SA. (En proceso de cambio de objeto y denominación a Pilay Uruguay Administradora de Fondos de Inversión S.A)

Como lo requieren las Normas Internacionales de Auditoría, haremos preguntas específicas a la gerencia acerca de las representaciones incluidas en los estados contables y la efectividad del control interno, y obtendremos una carta de representación de la gerencia acerca de estos temas.

Las respuestas a nuestras preguntas, las representaciones escritas y los resultados de las pruebas de Auditoría, entre otras cosas serán la base de la formación de nuestra opinión sobre los estados contables.

La gerencia es responsable por ajustar los estados contables para corregir los errores materiales y nos confirmará en la carta de representación que los efectos de errores no registrados son inmateriales individualmente y en su conjunto. Debido a la importancia de la representación de la gerencia para la ejecución efectiva de nuestros servicios, PILAY URUGUAY SA. (En proceso de cambio de objeto y denominación a Pilay Uruguay Administradora de Fondos de Inversión S.A) exonera a AUREN y a su equipo de trabajo de cualquier demanda, responsabilidad, costos y gastos relacionados con nuestros servicios si estos se originan en una falla en la carta arriba mencionada.

Disposiciones varias

A todos los efectos de la presente oferta técnica y propuesta de honorarios así como del encargo a que refiere, será de aplicación la ley uruguaya, siendo competentes para entender en cualquier instancia judicial, los tribunales de la ciudad de Montevideo, República Oriental del Uruguay.

Ustedes autorizan a AUREN a utilizar el fax para las comunicaciones con vuestra empresa.

Asimismo, autorizan a AUREN a utilizar Internet (incluyendo correo electrónico) para dichas comunicaciones, relevando expresamente a AUREN de toda responsabilidad por eventuales daños y perjuicios que pudieran verificarse como consecuencia de dichas comunicaciones. Las excepciones a estas autorizaciones serán comunicadas en forma fehaciente a AUREN.

Aunque para su conveniencia podremos enviar copia de nuestros informes por correo electrónico, la única versión oficial será la firmada en forma manuscrita.

Solamente para los propósitos de los servicios descriptos en esta carta, PILAY URUGUAY SA. (En proceso de cambio de objeto y denominación a Pilay Uruguay Administradora de Fondos de Inversión S.A) le concede a AUREN una licencia limitada, revocable no-exclusiva, no-transferible, totalmente paga y sin costo, sin derecho de licenciarla, para utilizar todos los nombres, logos, marcas registradas y marcas de servicios de PILAY URUGUAY SA. (En proceso de cambio de objeto y denominación a Pilay Uruguay Administradora de Fondos de Inversión S.A), y solo para las presentaciones de los informes de PILAY URUGUAY SA. (En proceso de cambio de objeto y denominación a Pilay Uruguay Administradora de Fondos de Inversión S.A) o para presentaciones de AUREN o sitios de la Intranet.

Los papeles de trabajo relativos a este cargo son propiedad de AUREN.

A los efectos de dar cumplimiento a la Comunicación 94/12 del Banco Central de Uruguay, y teniendo en cuenta los requerimientos que dicha institución presenta para los Auditores externos de los principales prestatarios establecidos por la Comunicación 2006/151 declaramos:

1. Que conocemos aceptamos y aplicamos las Normas Internacionales de Auditoria declaradas obligatorias por el Colegio de Contadores y Economistas del Uruguay

2. Que hemos sido autorizados por PILAY URUGUAY SA. (En proceso de cambio de objeto y denominación a Pilay Uruguay Administradora de Fondos de Inversión S.A) a que las instituciones de intermediación financieras acreedoras puedan consultar directamente los papeles de trabajo preparados durante nuestro examen de los estados contables de la sociedad, así como cualquier aclaración que fuera requerida con respecto al trabajo realizado y sus conclusiones.

Dado que de acuerdo con Normas Internacionales de Auditoria el auditor debe respetar la confidencialidad de la información obtenida en el curso del ejercicio de servicios profesionales, requeriremos en cada caso una autorización específica de ustedes.

Responsabilidades

De conformidad con los términos del presente documento, ustedes aceptan liberar de toda responsabilidad tanto a AUREN, como a sus empleados y consultores y/o profesionales (a continuación denominados en conjunto como "nuestro personal") por cualquier perdida, demanda, costo, daños y/u obligaciones (incluyendo montos pagados por honorarios y gastos en consultas incurridas en defensa de demandas contra nosotros) que puedan surgir durante el desarrollo de nuestro trabajo o luego de su finalización, en las cuales AUREN o nuestro personal puedan llegar a ser responsabilizados bajo cualquier causa en tanto dichas pérdidas, demandas, costos, daños, obligaciones o acciones surjan o se basen directa o indirectamente en el cumplimiento de los servicios profesionales suministrados por AUREN o nuestro personal en relación a este encargo.

La liberación relacionada no será aplicable si se dispusiera por un tribunal competente en una sentencia pasada en autoridad de cosa juzgada que:

- AUREN o nuestro personal hayan incurrido en dolo o culpa grave durante el cumplimiento del encargo, y
- las pérdidas, reclamos, costos, daños y obligaciones indicados no hubiesen ocurrido a no ser por el dolo o culpa grave arriba mencionados.

Saludamos a Ustedes muy atentamente

Cr. Fernando García González
SOCIO - AUREN

ACEPTADO:

PILAY URUGUAY SA. (En proceso de cambio de objeto y denominación a Pilay Uruguay Administradora de Fondos de Inversión S.A)

Firma autorizada	Firma autorizada
Javier Vigo Leguizamón	
Aclaración de Firma	Aclaración de Firma
04/02/2011	
Fecha	Fecha

ANEXO VI

Estado Contable Pilay Uruguay S.A (en trámite de cambio de nombre a Pilay Uruguay Administradora de Fondos de Inversión S.A.)

PILAY URUGUAY S.A.

(En proceso de cambio de objeto y denominación a
PILAY URUGUAY ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A.)

ESTADOS CONTABLES
EJERCICIO TERMINADO AL 31 DE DICIEMBRE DE 2010
CON DICTAMEN DEL AUDITOR

PILAY URUGUAY S.A.

(En proceso de cambio de objeto y denominación a
PILAY URUGUAY ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A.)

Estados Contables correspondientes al ejercicio finalizado al 31 de diciembre de 2010 con dictamen del auditor

CONTENIDO

- Dictamen del auditor
- Estado de situación patrimonial
- Estado de resultados
- Estado de evolución del patrimonio
- Estado de origen y aplicación de fondos
- Anexo - Cuadro de bienes de uso y depreciaciones
- Notas a los estados contables

UY$ - Pesos uruguayos
USD - Dólares estadounidenses

DICTAMEN DEL AUDITOR INDEPENDIENTE

A los Señores Directores y Accionistas
PILAY URUGUAY S.A. - En proceso de cambio de objeto y denominación a
PILAY URUGUAY ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A.

1. Hemos auditado los estados contables en dólares estadounidenses adjuntos DE PILAY URUGUAY S.A. en proceso de cambio de objeto y denominación a PILAY URUGUAY ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A.; en adelante "PILAY URUGUAY S.A.", que incluyen el estado de situación patrimonial al 31 de diciembre de 2010 y los correspondientes estados de resultados, de evolución del patrimonio, y de flujos de efectivo por el ejercicio finalizado en esa fecha, el Anexo, y las notas explicativas a los estados contables que contienen un resumen de las políticas contables significativas aplicadas.

2. Responsabilidad de la Dirección por los estados contables

La Dirección de la sociedad es responsable de la preparación y presentación razonable de los estados contables de acuerdo con las normas contables adecuadas en el Uruguay. Dicha responsabilidad incluye: diseñar, implementar y mantener un sistema de control interno apropiado para que dichos estados contables no incluyan distorsiones significativas originadas en fraudes o errores, seleccionar y aplicar políticas contables apropiadas, y realizar las estimaciones contables que sean razonables en las circunstancias.

3. Responsabilidad del auditor

Nuestra responsabilidad es expresar una opinión sobre los estados contables mencionados en el primer párrafo, basada en nuestra auditoría. Hemos conducido nuestra auditoría de acuerdo con normas de auditoría generalmente aceptadas en el Uruguay recogidas en nuestro país por el Pronunciamiento N° 18 del Colegio de Contadores, Economistas y Administradores del Uruguay. Estas normas requieren que cumplamos con requisitos éticos y que planifiquemos y realicemos la auditoría con el objetivo de obtener un grado razonable de seguridad acerca de la inexistencia de distorsiones significativas en los estados contables.

Una auditoría incluye la ejecución de procedimientos para obtener evidencia de auditoría sobre las cifras y otra información expuesta en los estados contables. Los procedimientos seleccionados dependen del juicio del auditor incluyendo la evaluación de los riesgos de que existan distorsiones significativas en los estados contables, originadas en fraudes o errores. Al realizar dichas evaluaciones de riesgo, el auditor considera el control interno existente en la Institución, en lo que sea relevante para la preparación y presentación razonable de los estados contables, con la finalidad de diseñar procedimientos de auditoría que sean apropiados en las circunstancias, pero no con el propósito de expresar una opinión sobre la eficacia del sistema de control interno de la Institución. Una auditoría incluye asimismo la evaluación del grado de adecuación de las políticas contables utilizadas y la razonabilidad de las estimaciones contables realizadas por la Dirección, así como la evaluación de la presentación de los estados contables tomados en conjunto.

Consideramos que la evidencia de auditoría que hemos obtenido es suficiente y apropiada para sustentar nuestra opinión de auditoría.

AUREN

Plaza Independencia 753 piso 7
Radisson Victoria Plaza Hotel
Tel.: (598 2) 902 0000
www.auren.com

4. Normas contables aplicadas

Como se describe en la Nota 2 los estados contables han sido preparados de acuerdo con las normas contables adecuadas en el Uruguay.

5. Opinión

En nuestra opinión, los estados contables mencionados presentan razonablemente, en todos sus aspectos significativos, los activos, pasivos y patrimonio de PILAY URUGUAY S.A. al 31 de diciembre de 2010 y sus ganancias y pérdidas por el ejercicio finalizado en esa fecha de acuerdo a las normas contables señaladas en la Nota 2.

6. Otros asuntos

Sin afectar nuestra opinión, resaltamos que la empresa a la fecha de emisión del presente informe se encuentra en trámite de transformación de sus Estatutos Sociales ante la Auditoría Interna de la Nación. El referido organismo público no se ha resuelto respecto a dicha transformación.

Adicionalmente, durante el ejercicio cerrado al 31 de diciembre de 2010 PILAY Uruguay S.A. participó de operaciones económicas junto a la empresa EBISUR, reservándole, a la primera, el derecho a vender cierta cantidad de inmuebles integrantes de la construcción "Edificio Torreseis".

En el proceso de transformación que se menciona en el párrafo primero de este punto, y con el objetivo de dedicarse exclusivamente a la administración de Fideicomisos, PILAY URUGUAY S.A. ha firmado un contrato de cesión de derechos con FAGALIR S.A., por el cual cede la totalidad de derechos y obligaciones vinculadas al contrato arriba detallado.

7. Nuestra relación con PILAY URUGUAY S.A. es de contadores públicos independientes.



Andrea Beltrán

Cra. Andrea Beltrán
Gerente de Auditoria
Nº de inscripción en la Caja de Jubilaciones y Pensiones de Profesionales Universitarios
80.486

Montevideo, 28 de febrero de 2011

PILAY URUGUAY S.A.

Estado de Situación Patrimonial al
31 de Diciembre de 2010
(Cifras expresadas en pesos uruguayos)

		31/12/2010	31/12/2009
ACTIVO	**Nota**	**UY$**	**UY$**
Activo Corriente			
DISPONIBILIDADES			
Caja y bancos	2.6; 4.1	434,861	-
		434,861	**-**
OTROS CRÉDITOS			
Fideicomiso Campiglia Pilay Cta. Cte.	4.5	221,874	2,439,675
Crédito fiscal	4.2	140,592	25,306
Deudores financieros del exterior		-	469,500
Servicios de garantía de alquileres		-	764,200
		362,466	**3,698,681**
Total Activo Corriente		**797,327**	**3,698,681**
Total Activo No Corriente		**-**	**10,869**
TOTAL ACTIVO		***797,327***	***3,709,550***

AUREN
Inicializado auditoria

PILAY URUGUAY S.A.

Estado de Situación Patrimonial al
31 de Diciembre de 2010
(Cifras expresadas en pesos uruguayos)

		31/12/2010	31/12/2009
PASIVO Y PATRIMONIO		**UY$**	**UY$**
Pasivo Corriente			
DEUDAS COMERCIALES			
Proveedores plaza		-	54,807
Fideicomiso Campiglia Pilay Cta. Cte.	4.5	-	3,185,008
		-	**3,239,815**
DEUDAS FINANCIERAS			
Sobregiros bancarios		-	235
		-	**235**
DEUDAS DIVERSAS			
Acreedores fiscales	4.3	241,978	8,157
Provisiones varias	4.4	213,329	-
		455,307	**8,157**
Total Pasivo Corriente		**455,307**	**3,248,207**
TOTAL PASIVO		***455,307***	***3,248,207***
PATRIMONIO			
CAPITAL			
Capital integrado	4.6	469,500	469,500
		469,500	**469,500**
RESULTADOS ACUMULADOS			
Resultado de ejercicios anteriores	4.7	(118,449)	-
Resultado del ejercicio		(9,031)	(8,157)
		(127,480)	**(8,157)**
Total de Patrimonio		**342,020**	**461,343**
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO		**797,327**	**3,709,550**

AUREN
Inicializado auditoria

PILAY URUGUAY S.A.

Estado de Resultados
Por el ejercicio finalizado el 31 de Diciembre de 2010
(Cifras expresadas en pesos uruguayos)

	Nota	Período: 01/01/2010 31/12/2010 UY$	Período: 01/01/2009 31/12/2009 UY$
INGRESOS OPERATIVOS			
Honorarios por administración fideicomiso	4.8	360,563	-
		360,563	**-**
RESULTADO BRUTO		**360,563**	**-**
GASTOS DE ADMINISTRACIÓN Y VENTAS	4.9	(232,351)	(8,157)
RESULTADOS DIVERSOS			
Otros ingresos		-	(71,122)
Recupero de gastos	4.10	4,531,191	2,374,799
Costo por recupero de gastos	4.10	(4,531,191)	(2,468,406)
		-	**(164,729)**
RESULTADOS FINANCIEROS			
Diferencia de cambio ganada		-	164,729
Diferencia de cambio perdida		(7,914)	-
Gastos bancarios		(2,948)	-
		(10,862)	**164,729**
IMPUESTO A LA RENTA			
Impuesto a la renta ejercicio corriente	2.12	(126,381)	-
		(126,381)	**-**
RESULTADO NETO		***(9,031)***	***(8,157)***

AUREN
Inicializado auditoria

PILAY URUGUAY S.A.

Estado de Flujos de Efectivo
Por el ejercicio finalizado el 31 de Diciembre de 2010
(Cifras expresadas en pesos uruguayos)

	Período: 01/01/2010 31/12/2010 UY$	Período: 01/01/2009 31/12/2009 UY$
FLUJO DE EFECTIVO RELACIONADO CON ACTIVIDADES OPERATIVAS		
Resultado del ejercicio	(9,031)	(8,157)
RESULTADO DE OPERACIONES	**(9,031)**	**(8,157)**
Variaciones de rubros operativos		
Otros Créditos	3,336,215	(3,698,681)
Deudas Comerciales	(3,244,286)	3,239,815
Deudas financieras	-	235
Deudas Diversas	451,621	8,157
FONDOS PROVENIENTES DE OPERACIONES	**543,550**	**(450,474)**
FONDOS PROVENIENTES DE ACTIVIDADES OPERATIVAS	**534,519**	**(458,631)**
FLUJO DE EFECTIVO RELACIONADO CON INVERSIONES		
Compras de bienes de uso	(45,587)	(10,869)
Ventas de bienes de uso	56,456	-
EFECTIVO APLICADO A INVERSIONES	**10,869**	**(10,869)**
FLUJO DE EFECTIVO RELACIONADO CON FINANCIAMIENTO		
Variación de pasivos financieros y pago de intereses	(235)	-
Variación rubros patrimoniales	(110,292)	232,320
EFECTIVO APLICADO A FINANCIAMIENTO	**(110,527)**	**232,320**
Variación neta de disponibilidades	434,861	(237,180)
Disponibilidades al inicio del ejercicio	-	237,180
Disponibilidades al cierre del ejercicio	**434,861**	**-**

AUREN
Inicializado auditoria

PILAY URUGUAY S.A.

Estado de Evolución del Patrimonio
31 de Diciembre de 2010
(Cifras expresadas en pesos uruguayos)

	Capital Integrado	Ajustes al Patrimonio	Reservas	Resultados Acumulados	Patrimonio Total
Saldos iniciales al 31/12/08					
APORTES DE PROPIETARIOS					
Acciones en circulación	237,180	-	-	-	237,180
	237,180	**-**	**-**	**-**	**237,180**
	237,180	**-**	**-**	**-**	**237,180**
Movimientos del ejercicio					
APORTES DE PROPIETARIOS					
Capitalizaciones	232,320	-	-	-	232,320
GANANCIAS RETENIDAS					
RESULTADO DEL EJERCICIO	-	-	-	(8,157)	(8,157)
	232,320	**-**	**-**	**(8,157)**	**224,163**
Saldos finales al 31/12/09					
APORTES DE PROPIETARIOS					
Acciones en circulación	469,500	-	-	-	469,500
GANANCIAS RETENIDAS					
Resultados acumulados	-	-	-	(8,157)	(8,157)
	469,500	**-**	**-**	**(8,157)**	**461,343**
Modificaciones al saldo inicial				(110,292)	(110,292)
Saldos iniciales al 01/01/10 modificados	**469,500**	**-**	**-**	**(118,449)**	**351,051**
Movimientos del ejercicio					
RESULTADO DEL EJERCICIO	-	-	-	(9,031)	(9,031)
	-	**-**	**-**	**(9,031)**	**(9,031)**
Saldos finales al 31/12/10					
APORTES DE PROPIETARIOS					
Acciones en circulación	469,500	-	-	-	469,500
GANANCIAS RETENIDAS					-
Resultados acumulados	-	-	-	(127,480)	(127,480)
	469,500	**-**	**-**	**(127,480)**	**342,020**

AUREN
Inicializado auditoria

PILAY URUGUAY S.A.

Cuadro de Bienes de Uso y Depreciaciones al
31 de Diciembre de 2010
(Cifras expresadas en pesos uruguayos)

	VALORES ACTUALIZADOS				DEPRECIACIONES				
RUBROS	**Valores al inicio del ejercicio**	**Aumentos**	**Disminuciones**	**Valores al cierre del ejercicio**	**Acumuladas al inicio del ejercicio**	**Del ejercicio Tasa**	**Importe**	**Acumuladas al cierre del ejercicio**	**Valores Netos**
Instalaciones	-	45,587	(45,587)	**-**	-	10%	-	-	**-**
Muebles y útiles	10,869	-	(10,869)	**-**	-	10%	-	-	**-**
TOTAL	**10,869**	**45,587**	**(56,456)**	**-**	**-**		**-**	**-**	**-**

AUREN
Inicializado auditoria

PILAY URUGUAY S.A.

Cuadro de Bienes de Uso y Depreciaciones al 31 de Diciembre de 2009

(Cifras expresadas en pesos uruguayos)

	VALORES ACTUALIZADOS				DEPRECIACIONES				
RUBROS	**Valores al inicio del ejercicio**	**Aumentos**	**Disminuciones**	**Valores al cierre del ejercicio**	**Acumuladas al inicio del ejercicio**	**Del ejercicio Tasa**	**Del ejercicio Importe**	**Acumuladas al cierre del ejercicio**	**Valores Netos**
Muebles y útiles	-	10,869	-	**10,869**	-	10%	-	-	**10,869**
TOTAL	**-**	**10,869**	**-**	**10,869**	**-**		**-**	**-**	**10,869**

AUREN
Inicializado auditoria

1. INFORMACIÓN BÁSICA SOBRE LA EMPRESA

1.1 Bases de presentación

PILAY URUGUAY S.A., en proceso de cambio de objeto y denominación a PILAY URUGUAY ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A., en adelante "PILAY URUGUAY S.A."; es una sociedad anónima nacional, constituida bajo el régimen de sociedad anónima cerrada.

La sociedad inició actividades el 7 de febrero de 2007, y ha dado cumplimiento con todas las formalidades relativas a la constitución, inscripción y publicación, exigidas por la Ley N° 16.060 de Sociedades Comerciales.

Los estados contables de PILAY URUGUAY S.A. por el ejercicio terminado al 31 de diciembre de 2009 han sido aprobados por parte de la Asamblea General Ordinaria de Accionistas de la empresa el 8 de junio de 2010.

Los estados contables por el ejercicio finalizado al 31 de diciembre de 2010 serán aprobados en la próxima Asamblea General de Accionistas.

1.2 Actividad principal

Su actividad principal consiste en la actuación como fiduciario en negocios de fideicomisos, de acuerdo a lo establecido en la ley Nº 17.703 del 27 de octubre de 2003 y demás normas complementarias y modificativas.

El fideicomiso administrado al 31 de diciembre de 2010 es el Fideicomiso de Administración – Campiglia Pilay.

Adicionalmente durante el ejercicio cerrado al 31 de diciembre de 2010 PILAY Uruguay S.A. participó de operaciones económicas junto a la empresa EBISUR, reservándole, a la primera, el derecho a vender los siguientes inmuebles integrantes de la construcción "Edificio Torreseis":

Unidades: 101; 501; 1301; 502; 902; 1402; 403; 503; 1004; 1304; 1404; 505; 1005; 606; 208; 608;

Cocheras: en planta baja: 1; 6; 13; 14 y 15; en planta primer subsuelo: 2; 5; 9; 11 y 17; en planta segundo subsuelo: 4; 6; 13 y 18

En el proceso de transformación que se menciona en la nota 1.3, y con el objetivo de dedicarse exclusivamente a la administración de Fideicomisos, PILAY URUGUAY S.A. ha firmado un contrato de cesión de derechos con FAGALIR S.A., por el cual cede la totalidad de derechos y obligaciones vinculadas a la mencionada operativa.

Las mencionadas operaciones no han generado resultados en los Estados Contables de Pilay Uruguay S.A.

AUREN
Inicializado auditoria

1.2.1 Fideicomiso Campliglia Pilay

El Fideicomiso de Administración – Campiglia Pilay Nº 40893 09 es un fideicomiso constituido bajo el régimen de fideicomiso de administración según categorización dada por la Ley Nº 17.703, que inició actividades el 24 de agosto de 2009.

El objetivo del fondo fiduciario es adquirir un inmueble y posteriormente llevar adelante la construcción del conjunto, con la consecuente división en propiedad horizontal, y la adjudicación de las unidades a los beneficiarios y al pago de todo otro gasto.

En el comienzo de las actividades, la sociedad fiduciaria se ha hecho cargo de todos los gastos iniciales de funcionamiento que han sido refacturados al fideicomiso.

Durante el ejercicio corriente, el Banco Central del Uruguay comunicó al Fideicomiso Campiglia Pilay que debía iniciar los trámites necesarios para cumplir con las normas legales reglamentarias que regulan a los fideicomisos financieros.

Dado lo anterior, el Fideicomiso Campiglia Pilay se encuentra en vías de transformación.

1.3 Reforma de estatutos

En virtud de cumplir con lo requerido por el Banco Central del Uruguay, mediante comunicación efectuada el 18 de octubre de 2010, la empresa, por resolución de Asamblea General Extraordinaria de Accionistas de fecha 29 de noviembre de 2010, decide reformar los Estatutos Sociales a fin de modificar la denominación de la sociedad, su objeto y el tipo de acciones emitidas.

Se ha iniciado el trámite correspondiente ante la Auditoría Interna de la Nación, quien aún no se ha expedido al respecto.

Según lo resuelto por la asamblea, la sociedad pasará a denominarse "Pilay Uruguay Administradora de Fondos de Inversión".

El objeto social será la administración de fondos de inversión y de fideicomisos financieros conforme a las leyes Nº 16.774 y 17.703, concordantes y modificativas.

El capital será de UY$ 6.000.000 (pesos uruguayos seis millones), formado por acciones nominativas de un peso uruguayo cada una.

2. PRINCIPALES POLÍTICAS CONTABLES

A continuación se detallan aquellas políticas contables más significativas seguidas por la empresa para la preparación de sus estados contables.

2.1 Bases de presentación

Las políticas contables de la empresa, utilizadas para la preparación de los estados contables, están de acuerdo con las normas contables adecuadas en el Uruguay establecidas por el Decreto N° 266/07 y siguientes y están presentados de acuerdo con la exposición requerida por los Decretos N° 103/991 y 37/010.

A partir del Decreto N° 266/07 emitido el 31 de julio de 2007, son de aplicación obligatoria en Uruguay las Normas Internacionales de Información Financiera vigentes y traducidas al español a dicha fecha, manteniendo la presentación de los

AUREN
Inicializado auditoria

estados contables de acuerdo a los Decretos N°103/991 y 037/10. Estimamos que este cambio de normas contables no provoca cambios significativos en las políticas contables utilizadas por la sociedad.

Los estados contables al 31 de diciembre de 2009, que se presentan con propósitos comparativos, se expresan a valores del 31 de diciembre de 2009 y no han sido objeto de auditoría a la mencionada fecha.

2.2 Unidad de medida

La empresa ha definido como moneda funcional al peso uruguayo para confeccionar los estados contables, por ser la moneda en la cual están nominados la mayoría de sus ingresos y gastos.

2.3 Bases contables

Los estados contables han sido preparados sobre la base convencional del costo histórico en pesos uruguayos, con excepción de los saldos en moneda extranjera, que figuran valuados de acuerdo con los criterios explicados en la Nota 2.4.

2.4 Conversión a pesos uruguayos de las operaciones en moneda extranjera

Las operaciones relacionadas con moneda extranjera se contabilizaron por su equivalente en pesos uruguayos al tipo de cambio vigente en el mercado a la fecha de concreción de las transacciones.

Los activos y pasivos en moneda extranjera existentes al cierre del ejercicio fueron expresados en pesos uruguayos al tipo de cambio vigente a esa fecha y la diferencia resultante fue volcada al resultado del ejercicio. Ver Nota 3.

2.5 Criterio general de valuación de activos y pasivos

Los activos y pasivos han sido valuados sobre la base del costo que inicialmente se desembolsó para su adquisición o del compromiso asumido respectivamente.

2.6 Disponibilidades

Se consideran disponibilidades a los fondos disponibles en caja así como los depósitos en cuenta corriente mantenidos en instituciones financieras.

2.7 Créditos por ventas, otros créditos y previsión para incobrables – corriente y no corriente

Los créditos por ventas y otros créditos se presentan por sus valores nominales. Dada la operativa que registra la empresa, en relación a sus ingresos, la gerencia ha determinado no crear una provisión por incobrables, ya que a su entender no existen riesgos de cobro, o estos no son significativos.

2.8 Provisiones

Las provisiones se reconocen contablemente cuando la empresa tiene una obligación presente (legal o contractual) como resultado de un suceso pasado, es probable que se deban afectar recursos para cancelar tales obligaciones en el futuro y las mismas puedan estimarse en forma fiable.

AUREN
Inicializado auditoria

2.9 Instrumentos financieros

Los principales instrumentos financieros de la empresa están compuestos por caja, depósitos en cuentas corrientes bancarias y créditos.

El principal propósito de mantener activos más líquidos es el de proporcionar disponibilidades financieras a la empresa para hacer frente a sus necesidades operativas. La empresa no ha contratado instrumentos financieros derivados en los ejercicios terminados al 31 de diciembre del 2010.

La empresa ha definido que los principales riesgos que se derivan de los mencionados instrumentos financieros son el riesgo crediticio y ha elaborado y puesto en vigencia políticas adecuadas de administración de este riesgo que se basa formalmente en el monitoreo periódico de los mismos por parte de la Dirección.

2.10 Uso de estimaciones

La preparación de estados contables a una fecha determinada requiere que la Dirección y Gerencia realicen estimaciones y evaluaciones que afectan el monto de los importes reportados de activos y pasivos, la revelación de activos y pasivos contingentes, así como las ganancias y pérdidas del ejercicio. Los resultados reales que ocurran en el futuro pueden diferir de las estimaciones y evaluaciones realizadas por la Dirección y Gerencia de la empresa.

2.11 Recuperabilidad del valor de los activos no corrientes

Al cierre de cada ejercicio la Gerencia y Dirección de la empresa evalúa si existe alguna indicación de desvalorización de los activos no corrientes. Si existe alguna indicación de desvalorización la Gerencia de la empresa estima el respectivo valor recuperable y si éste es menor que el valor neto contable se reconoce la correspondiente pérdida de valor del activo respectivo.

2.12 Impuesto a la renta e impuesto a la renta diferido

Para la contabilización del impuesto a la renta la empresa utiliza el criterio contable de reconocer el pasivo real por el impuesto generado en cada ejercicio.

Al 31 de diciembre del 2010 a la empresa no le corresponde reconocer resultados por por impuesto diferido.

2.13 Definición del capital a mantener y determinación del resultado

Para la determinación del resultado se adoptó el concepto de capital financiero.

2.14 Criterio de lo devengado y reconocimiento de resultados

Para el reconocimiento de resultado se adoptó el principio de lo devengado, considerando el momento en el que se generan o incurren, independientemente de la oportunidad en que se perciben o desembolsan.

Los ingresos en general son reconocidos cuando es probable que los beneficios económicos futuros ingresen al patrimonio de la empresa como consecuencia de las transacciones llevadas a cabo por la misma. Los ingresos por ventas de bienes se contabilizan cuando los riesgos más significativos relacionados con la propiedad de los bienes se transfieren al comprador y su monto puede ser determinado en forma confiable.

AUREN
Inicializado auditoria

Los ingresos y egresos incluidos en el Estado de resultados se muestran por el importe que originalmente se obtuvo o se desembolsó por los bienes o servicios, ajustados en función de lo expresado en la Nota 2.3.

Los ingresos operativos netos se han tomado por el precio de venta de las mercaderías o servicios efectivamente entregado o prestados.

El costo de los bienes vendidos representa el costo de producción de los bienes entregados.

Los gastos de administración y ventas, los resultados diversos, los resultados extraordinarios, los resultados financieros y otros han sido tratados de acuerdo con el principio de lo devengado.

2.15 Definición de fondos adoptada para la preparación del estado de origen y aplicación de fondos

Se utilizó el concepto de fondos igual efectivo y equivalentes.

3. POSICIÓN EN MONEDA NACIONAL Y TIPO DE CAMBIO

3.1 Los activos y pasivos en moneda nacional se resumen de esta manera:

	31/12/2010		31/12/2009	
	USD	**UY$**	**USD**	**UY$**
Disponible	21,355	429,300	-	-
Total activo	**21,355**	**429,300**	**-**	**-**
Posición neta (pasiva) / activa	**21,355**	**429,300**	**-**	**-**

3.2 Al 31 de diciembre de 2010 y 2009 el tipo de cambio de un dólar estadounidense era de $ 20,103 y de $ 19,637 respectivamente.

4. INFORMACIÓN REFERENTE A LOS ESTADOS CONTABLES

4.1 Disponibilidades

La composición del rubro al 31 de diciembre de 2010 y al 31 de diciembre de 2009 es la siguiente:

	31/12/2010	31/12/2009
	UY$	**UY$**
Caja moneda extranjera	281,442	-
Nuevo Banco Comercial	153,419	-
Total	**434,861**	**-**

AUREN
Inicializado auditoria

4.2 Crédito fiscal

La composición del rubro al 31 de diciembre de 2010 y al 31 de diciembre de 2009 es la siguiente:

	31/12/2010 UY$	31/12/2009 UY$
Adelanto de impuestos	44,578	-
Crédito fiscal IVA	-	5,386
Retenciones DGI D.94/02 IRAE	96,014	19,920
Total	**140,592**	**25,306**

4.3 Acreedores fiscales

El importe del rubro refiere al impuesto al valor agregado a pagar por la facturación realizada por Pilay Uruguay S.A.

4.4 Provisiones varias

Las provisiones varias se componen según el siguiente detalle:

	31/12/2010 UY$	31/12/2009 UY$
Provisión honorarios auditoria	80,412	-
Provisión fiscal	132,917	-
Total	**213,329**	**-**

4.5 Saldos y movimientos con el Fideicomiso Campiglia Pilay

Los saldos con el Fideicomiso Campiglia Pilay al 31 de diciembre de 2010 y al 31 de diciembre de 2009 son los que se detallan a continuación:

	31/12/2010 UY$	31/12/2009 UY$
Otros créditos		
Fideicomiso Campiglia Pilay	221,874	2,439,675
Total	**221,874**	**2,439,675**
Deudas comerciales		
Fideicomiso Campiglia Pilay	-	3,185,008
	-	
Total	**-**	**3,185,008**

AUREN
Inicializado auditoria

Los movimientos registrados entre las empresas en los ejercicios citados fueron los detallados a continuación:

	31/12/2010 UY$	31/12/2009 UY$
Ingresos operativos		
Honorarios	360,563	-
Total	**360,563**	**-**
Resultados diversos		
Recupero de gastos	4,531,190	2,374,799
Total	**4,531,190**	**2,374,799**

4.6 Capital

El capital autorizado de la sociedad al 31 de diciembre de 2010 asciende a UY$ 939.000.

El capital integrado equivale a UY$ 469.500 y está representado por 469.500 acciones al portador de valor nominal UY$ 1,00 cada una. La Sociedad no cuenta con acciones preferidas ni con dividendos obligatorios que ameriten su clasificación como pasivo.

4.7 Resultado de ejercicios anteriores

La empresa realizó una modificación a los saldos iniciales de los resultados de ejercicios anteriores, por UY$ 110.292. Esta modificación se origina en un ajuste por diferencia de cotización que correspondía devengarse en el ejercicio anterior.

4.8 Honorarios por administración del fideicomiso

El importe expuesto corresponde en su totalidad a la administración del Fideicomiso Campiglia – Pilay Nº 40893 09.

4.9 Gastos de administración y ventas

La composición del rubro al 31 de diciembre de 2010 y de 2009 es la siguiente:

	31/12/2010 UY$	31/12/2009 UY$
Impuestos	6,536	8,157
Intereses impositivos y previsionales	206	-
Papeles y útiles	1,180	-
Honorarios y servicios profesionales	224,429	-
Total	**232,351**	**8,157**

AUREN
Inicializado auditoria

4.10 Costo por recupero de gastos

En este rubro se exponen los gastos que la sociedad realizó por cuenta del Fideicomiso Campiglia Pilay, y que fueron posteriormente facturados al mismo.

La facturación de los gastos insumidos se expone en el rubro Recupero de gastos.

La composición de rubro Costo por recupero de gastos al 31 de diciembre de 2010 y al 31 de diciembre de 2009, fue la que se detalla a continuación:

	31/12/2010 UY$	**31/12/2009 UY$**
Sueldos	1,139,665	-
Alquileres	1,010,436	-
Servicios de garantía	764,200	-
Movilidad y viáticos	518,617	158,585
Publicidad	375,960	1,260,819
Gastos administración financieras	253,176	13,954
Comisiones por ventas y cobranzas	204,914	-
Leyes sociales	168,723	15,009
Costo por venta bienes de uso	56,456	-
Comunicaciones	32,915	111,379
Honorarios	3,352	9,025
Atenciones y agasajos	-	374,033
Gastos de mantenimiento	-	157,588
Gastos de marketing	-	280,792
Gastos del personal	-	6,340
Papelería	-	19,429
Seguros	-	4,988
Varios	2,777	56,465
Total	**4,531,191**	**2,468,406**

5. ADMINISTRACIÓN DE RIESGOS

La sociedad identifica los riesgos que afectan el negocio, así como los efectos que estos riesgos tienen en los estados contables de la entidad.

Los estados contables no contemplan ajustes derivados de la situación económico-financiera del país ni de aquellos lugares donde se encuentran ubicadas las inversiones. En consecuencia, no incluyen contingencias al respecto, así como tampoco a la eventual volatilidad de las referidas inversiones.

No se han realizado provisiones por eventuales restricciones a la libre disponibilidad de fondos derivadas de disposiciones legales, que pudieran emitirse.

AUREN
Inicializado auditoria

Los principales riesgos que afectan la operativa de la sociedad son:

5.1 Riego de mercado

La empresa se encuentra teóricamente expuesta a los siguientes factores de riesgo de mercado:

a. Tipo de cambio

La empresa mantiene una posición propia neta activa en Pesos Uruguayos, la cual se presenta en la Nota 3, siendo su único activo en dicha moneda las disponibilidades. La sociedad no utiliza instrumentos de cobertura que le permitan neutralizar el riesgo de cambio.

b. Tasa de interés

Al 31 de diciembre de 2010, la Sociedad no posee activos ni pasivos que generen intereses.

5.2 Riego de crédito

Los principales activos financieros de la Sociedad están constituidos por los saldos bancarios y las cuentas por cobrar.

La empresa mantiene sus disponibilidades en un banco considerado de primera línea, no difiriendo su valor justo de los valores contables.

El riesgo crediticio de la Sociedad atribuible a sus cuentas por cobrar se encuentra concentrado en el fideicomiso que administra, por lo que no se observan riesgos relevantes en este capítulo.

5.3 Riesgo de liquidez

Este riesgo es considerado no relevante por parte de la gerencia. La empresa posee activos líquidos suficientes en bancos de primera línea y en cuentas a cobrar, para hacer frente a los pasivos corrientes comprometidos.

5.4 Riesgo de financiación

El riesgo de financiación se encuentra sustancialmente asociado a las líneas de crédito disponibles con los acreedores financieros.

6. DETALLE DEL PERSONAL SUPERIOR DE LA EMPRESA

Al 31 de diciembre de 2010 del Directorio de la Sociedad estaba integrado de la siguiente manera:

Presidente – Javier Vigo Leguizamón
Vicepresidente – Luis Oscar Trento
Director – Mario Florencio Vigo Leguizamón
Director – Mariano Salvador Dichino
Director – Guillermo Agustín Añon
Director – Marcelo Héctor Vorobiof

AUREN
Inicializado auditoria

7. HECHOS POSTERIORES

Con posterioridad al 31 de diciembre de 2010 no se han producido hechos o circunstancias que afecten significativamente la situación patrimonial, los resultados de las operaciones y los flujos de efectivo de la sociedad.

AUREN
Inicializado auditoria

ANEXO VII

Modelos de Documentos de Emisión

Certificado de Participación – Serie 1

Título de Deuda – Serie 1

DOCUMENTO DE EMISIÓN

CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN - SERIE 1

El ….. de ……. de 2011, **PILAY URUGUAY S.A (en trámite de cambio de nombre a Pilay Uruguay Administradora de Fondos de Inversión S.A)** en su calidad de Fiduciaria del Fideicomiso denominado "**FIDEICOMISO FINANCIERO CAMPIGLIA& PILAY I"** (en adelante la "Fiduciaria"), constituyendo domicilio en Blvr. Artigas 456 de Montevideo, emite Certificados de Participación en el dominio fiduciario conforme a los siguientes términos y condiciones.

1 Antecedentes.

En el presente documento de Emisión se celebra de acuerdo a lo establecido en el Contrato de Fideicomiso Financiero Campiglia & Pilay I de fecha 15 de julio de 2011 inscripto en el Registro Nacional de Actos Personales con el número 32618 el 22 de julio de 2011, celebrado entre la Fiduciaria y Tecnorel S.A. (en adelante el "Contrato de Fideicomiso"), y establece los términos y condiciones en los que la Fiduciaria emite los Valores a favor de los Titulares, en la forma que se detalla en este Documento de Emisión, en el Contrato de Fideicomiso Financiero Campiglia & Pilay I y en el Prospecto de la primera serie del Fideicomiso Financiero referido.

2. Definiciones

Los términos en Mayúsculas tendrán el mismo significado que el atribuido en el Contrato de Fideicomiso Financiero referido, tanto para su acepción singular como plural.

3. Denominación de los Certificados de participación de la Serie 1.

La emisión global de los Certificados de Participación de la Serie 1 se realizará a través de emisiones parciales de 9 (nueve) Tramos de Certificados de Participación que identifican derechos y obligaciones diferentes en el Contrato de Fideicomiso Financiero referido y que se denominarán de la siguiente manera:

Certificados de Participación "S1B1CS"

Certificados de Participación "S1B1CE"

Certificados de Participación "S1B1CT"

Certificados de Participación "S1B1CA"

Certificados de Participación "S1B2CS"

Certificados de Participación "S1B2CE

Certificados de Participación "S1B2CT"

Certificados de Participación “S1B2CA”

Certificados de Participación “S1BCMC”

4. Ratificación y aceptación.

La adquisición por parte de los Titulares del S1B1CS o del S1B2CS supone la ratificación y aceptación por parte de los Titulares del presente Documento de Emisión, del Prospecto de Emisión de la primera serie del Fideicomiso Financiero Campiglia & Pilay I y del Contrato de Fideicomiso Financiero referido, así como de todos los demás contratos, estipulaciones, términos y condiciones de la emisión de los Certificados de Participación.

5. Términos y condiciones de los Certificados de Participación

Por el presente documento de emisión el Fiduciario emite Certificados escriturales de participación en el Fideicomiso 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 de Emisión de la primera serie del Fideicomiso Financiero Campiglia & Pilay I, el Contrato de Fideicomiso Financiero referido y en el presente Documento de Emisión.

Para modificar los términos y condiciones de la emisión de los certificados de participación se requerirá el consentimiento del 75 % de los titulares de tales certificados.

5.1. MONTO Y MONEDA.

El monto total de la emisión de Certificados de Participación de la Serie 1 es de hasta $ 10.757.864.152!$Diez mil setecientos cincuenta y siete millones ochocientos setenta y cuatro mil ciento cincuenta y dos Pesos) reajustables conforme a la cláusula 5.2 del contrato de Fideicomiso Financiero referido, a emitir de acuerdo al siguiente detalle por TRAMOS.

5.1.1. Monto y moneda de los Certificados de Participación S1B1CS

El monto total de los Certificados de Participación S1B1CS es de hasta $ 11.812.500 (once millones ochocientos doce mil quinientos Pesos) reajustables.

El valor nominal de cada Certificado de Participación S1B1CS es de $ 4.725 (cuatro mil setecientos veinticinco pesos) reajustables.

5.1.2. Monto y moneda de los Certificados de Participación S1B1CE

El monto total de los Certificados de Participación S1B1CE es de hasta $ 1.246.734.720 (mil doscientos cuarenta y seis millones setecientos treinta y cuatro mil setecientos veinte Pesos) reajustables.

El valor nominal de cada Certificado de Participación S1B1CE es de $ 3.465 (tres mil cuatrocientos sesenta Pesos), reajustables.

5.1.3. Monto y moneda de los Certificados de Participación S1B1CT

El monto total de los Certificados de Participación S1B1CT es de hasta $ 2.774.217.600 (dos mil setecientos setenta y cuatro millones doscientos diecisiete mil seiscientos Pesos) reajustables.

El valor nominal de cada Certificado de Participación S1B1CT es de $ 11.550 (once mil quinientos cincuenta Pesos), reajustables.

5.1.4. Monto y moneda de los Certificados de Participación S1B1CA

El monto total de los Certificados de Participación S1B1CA es de $ 346.500.000 (trescientos cuarenta y seis millones quinientos mil Pesos) reajustables.

El valor nominal de cada Certificado de Participación S1B1CA es de $ 3.465 (tres mil cuatrocientos sesenta y cinco Pesos) reajustables.

5.1.5. Monto y moneda de los Certificados de Participación S1B2CS

El monto total de los Certificados de Participación S1B2CS es de hasta $ 11.812.500 (once millones ochocientos doce mil quinientos Pesos) reajustables.

El valor nominal de cada Certificado de Participación S1B2CS es de $ 4.725 (cuatro mil setecientos veinticinco pesos) reajustables.

5.1.6. Monto y moneda de los Certificados de Participación S1B2CE

El monto total de los Certificados de Participación S1B2CE es de hasta $ 1.679.624.100,00 (mil seiscientos setenta y nueve millones seiscientos veinticuatro mil cien pesos) reajustables.

El valor nominal de cada Certificado de Participación S1B2CE es de $ 4.725 (cuatro mil setecientos veinticinco Pesos) reajustables.

5.1.7. Monto y moneda de los Certificados de Participación S1B2CT

El monto total de los Certificados de Participación S1B2CT es de hasta $ 3.812.862.732 (tres mil ochocientos doce millones ochocientos sesenta y dos mil setecientos treinta y dos pesos) reajustables.

El valor nominal de cada Certificado de Participación S1B2CT es de $ 15.593 (quince mil quinientos noventa y tres Pesos) reajustables.

5.1.8. Monto y moneda de los Certificados de Participación S1B2CA

El monto total de los Certificados de Participación S1B2CA es de hasta $ 472.500.000,00 (cuatrocientos setenta y dos millones quinientos mil pesos) reajustables.

El valor nominal de cada Certificado de Participación S1B2CA es de $ 4.725 (cuatro mil setecientos veinticinco Pesos) reajustables.

5.1.9. Monto y moneda de los Certificados de Participación S1BCMC

El monto total de los Certificados de Participación S1BCMC es hasta $ 401.800.000 (cuatrocientos un millones ochocientos mil Pesos) reajustables.

El valor nominal de cada Certificado de Participación S1BCMC es de $ 1.000 (Mil Pesos) reajustables.

Para calcular el monto total de los Certificados de Participación S1BCMC se han tomado los siguientes parámetros: 1. Se ha estimado que el setenta por ciento (70%) de los Fideicomitentes B, o sea 3.500 fideicomitentes, optarán por alguna de las modalidades de packs mejoras descriptas en el apartado "3.1" del contrato de Fideicomiso Financiero referido, las cuales en su opción más económica tenían a enero de 2011 un aporte mensual de $ 210 (pack 1) y en su opción más costosa, (pack 4) el aporte mensual a la misma fecha ascendía a $ 610. El promedio entre ambos tipos de aportes es de $ 410, valor que multiplicado por el número de 3.500 fideicomitentes y por los 280 aportes mensuales previstos, arroja la cifra de $ 401.800.000 por el cual se emitieron los certificados de participación S1BCMC.

5.2. REAJUSTE DE LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN:

El valor de los Certificados de Participación se reajustará el último día de cada mes, de acuerdo a la variación que resulte mayor entre la verificada en el ICC y la verificada en la fórmula paramétrica definida en la Sección 6.2 del Contrato de Fideicomiso Financiero referido y siempre que se hubieren verificado incrementos.

5.3. CALENDARIO DE EMISIONES Y OBLIGACIONES DE PAGO.

Cada tramo de Certificados de Participación se emitirá mensualmente.

Los Titulares deberán efectuar el pago correspondiente a cada Certificado de Participación con anterioridad al día 10 de cada mes.

5.4. GARANTÍAS.

Los certificados de participación están únicamente garantizados y serán exclusivamente honrados con el patrimonio del Fideicomiso, en las condiciones establecidas en el Contrato de Fideicomiso Financiero referido.

Al adquirir los Certificados de Participación, los Titulares comprenden y aceptan que los derechos emergentes del Certificado de Participación están sujetos a los términos, condiciones y limitaciones que se indican en el Contrato de Fideicomiso y que en ningún caso este Documento de Emisión modifica, extiende o anula las estipulaciones expresamente contenidas en el Contrato de Fideicomiso Financiero referido.

5.5. LIMITACIÓN DE LA RESPONSABILIDAD.

Los bienes de la Fiduciaria 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 17.703 del 27.10.2003.

5.6. DERECHOS Y OBLIGACIONES DE LOS TITULARES DE LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÒN:

5.6.1 Adjudicación a todos los Fideicomitentes.:

EL FIDEICOMISO FINANCIERO CAMPIGLIA & PILAY I ha sido proyectado para que todos los Fideicomitentes B reciban a lo largo del plazo contractual una casa y/o un departamento, a construir con las características definidas en la SECCIÓN III del mismo

Mediante la firma de Convenio de Adhesión, los Fideicomitentes B elegirán la opción constructiva prevista en la Sección III, apartado 3.1, del Contrato de Fideicomiso.

Los Fideicomitentes B podrán solicitar que en vez del departamento con el que resultara beneficiado en los actos de adjudicación se le construya, por igual costo constructivo, o de ser mayor aportando durante el período constructivo la diferencia correspondiente, una casa en las condiciones fijadas en el contrato de Fideicomiso Financiero referido.

En la Sección IV del Contrato de Fideicomiso Financiero referido las Partes acordaron que los Fideicomitentes B accedan a sus unidades por dos modalidades de adjudicación: a. *Adjudicación por mayor aporte dinerario adelantado*; b. *Adjudicación por mayor puntaje.* A partir del momento en que resulte ganador en cualquiera de las dos modalidades debe construírsele al Fideicomitente B el inmueble objeto de esa adjudicación.

5. 6.2.Obligaciones de los Titulares de los Certificados de Participación.

Se destacan como obligaciones principales de los Titulares de los Certificados de Participación las siguientes:

(a) adquirir el Certificado de Participación S1B1CS o S1B2CS según la opción constructiva elegida al momento de adherir al Fideicomiso;

b) adquirir 240 Certificados de Participación S1B1CE o S1B2CE, según la opción constructiva elegida, cada uno en forma mensual y consecutiva.

(c) además, los Fideicomitentes B Simples Tenedores se obligan a partir del momento que concluya la construcción de la casa y/o departamento pactado, y se les entregue la tenencia del mismo, a sustituir la obligación de pago prevista en el literal (b) que antecede por la adquisición de tantos Certificados de Participación S1B1CT o S1B2CT , según la opción constructiva elegida, cada uno en forma mensual y consecutiva, como le falten para completar el número total de Cuotas previstas en tal Cláusula. Para determinar su número se deducirán el número de certificados adquiridos con anterioridad en carácter de Fideicomitente B o Fideicomitente B beneficiado.

(d) adquirir, en los meses de enero y julio de cada año, 1 Certificado de Participación S1B1CA o S1B2CA, según la opción constructiva elegida.

(e) los Fideicomitentes B que hayan optado por una Casa, o mejores materiales, adquirir los Certificados de Participación S1BCMC que correspondan.

6. Entidad Registrante y Registro de los Certificados de Participación

La Fiduciaria actúa como Entidad Registrante de la presente emisión, siendo la encargada de llevar el Registro de acuerdo a los términos incluidos en el presente Documento de Emisión.

La Fiduciaria llevará el Registro de los Valores, así como cuentas de cada uno de los suscriptores de los Certificados de Participación. También se inscribirán en el Registro todos los negocios jurídicos que se realicen con los Certificados de Participación y cualquier otra mención que derive de sus respectivas situaciones jurídicas así como sus modificaciones.

7. Comunicaciones.

Todas las notificaciones, solicitudes, demandas u otras comunicaciones que la Fiduciaria realice a los Titulares, se considerarán debidamente efectuadas cuando las mismas se realicen por escrito o telegrama colacionado con acuse de recibo, al domicilio que el Titular haya declarado en el Registro que lleva la Fiduciaria.

8. Jurisdicción y competencia.

Este Contrato se regirá por las Leyes de la República Oriental del Uruguay.

(Arbitraje)

Todas las diferencias, desavenencias y/o controversias que se produzcan entre las Partes derivadas de este contrato serán resueltas definitivamente mediante arbitraje de derecho. El tribunal arbitral estará integrado por tres (3) árbitros. El arbitraje se desarrollará en la ciudad de Montevideo y en idioma español, observándose, tanto para la designación de los árbitros como para el procedimiento arbitral, las disposiciones contenidas en el Reglamento de Arbitraje del Centro de Conciliación y Arbitraje, de la Bolsa de Comercio del Uruguay.

Para el caso de que el Centro de Conciliación y Arbitraje de la Bolsa de Comercio, por cualquier circunstancia dejara de existir, el arbitraje se desarrollará conforme a las normas del Código General del Proceso y las pautas precedentemente establecidas respecto a números de árbitros, lugar y naturaleza del arbitraje que será de derecho, conviniéndose además específicamente que: a) los árbitros serán designados uno por cada parte; en defecto de designación de alguno de los árbitros, los nombrará el Juez competente; y b) el arbitraje se regirá, también en este caso, por el procedimiento establecido en el Reglamento de Arbitraje del Centro de Conciliación y Arbitraje de la Bolsa de Comercio del Uruguay, que se considera incorporado al cuerpo de este Contrato, así como por las disposiciones contenidas en dicho Reglamento respecto al plazo para laudar y demás normas en él incluidas que resulten aplicables.

A estos efectos se considera a los Fideicomitentes A y/o B que adhieran a este Contrato representados por la Bolsa de Valores de Montevideo, como una parte, a la Fiduciaria como una parte y a la Empresa Constructora como una parte.

De suscitarse el conflicto sólo entre dos partes, cada una de ellas designará un árbitro y los designados designarán de común acuerdo un tercero.

9. Autorización para la oferta pùblica.

Por resolución de fecha 12 de julio de 2011 (Comunicación 2011/113), la presente emisión de Certificados de Participación en el FIDEICOMISO FINANCIERO CAMPIGLIA & PILAY lfue inscripta en Registro de Valores del Banco Central del Uruguay.

10. Transmisión

La titularidad de los Certificados de Participación en el dominio fiduciario, pertenecientes al Fideicomitente B, serán transmitidos por cesión realizada por instrumento público o privado. Tratándose de un valor emergente de un contrato de Fideicomiso Financiero, el cesionario quedará colocado en la posición del cedente no teniendo un derecho autónomo, pudiéndosele oponer las excepciones que habría podido invocar la fiduciaria frente al cedente porque el derecho del cesionario es un derecho derivado del derecho del cedente.

11. Asamblea de Fideicomitentes:

Además de las facultades de la Fiduciaria establecidas en la Cláusula 6.3 del contrato de Fideicomiso Financiero; cuando lo soliciten los Fideicomitentes B que representen al menos el 30 % (treinta por ciento) del total de Fideicomitentes adheridos al Fideicomiso, y que se encuentren al día en el cumplimiento de sus obligaciones la Fiduciaria deberá convocar a una Asamblea de Fideicomitentes ("la Asamblea"), a los efectos de hacer, dar, recibir o tratar cualquier solicitud, autorización, notificación, consentimiento, renuncia, modificación, corrección, directiva u otra acción bajo este Documento. Igualmente deberá convocarla cuando lo soliciten Fideicomitentes A que resulten tenedores de al menos el 50 % de los

títulos de deuda emitidos. Los Fideicomitentes B y A presentarán sus solicitudes de convocatoria a Asamblea a través de la Entidad Representante.

La convocatoria deberá ser realizada por la Fiduciaria dentro de los 30 (son treinta) Días Hábiles de recibida de los Fideicomitentes B y/o A la correspondiente solicitud. A opción de la Fiduciaria, se convocará de cualquiera de las siguientes formas, con una anticipación no menor a diez días corridos de la fijada para la fecha de asamblea:

(a) publicación durante un (1) día en el Diario Oficial; o

(b) publicación durante un (1) día en un diario de circulación nacional.

(c) notificación personal por algún medio fehaciente a cada uno de los Fideicomitentes B.

La Asamblea podrá realizarse sin publicación en los casos en que todos los Fideicomitentes B y A hubieran sido notificados por medio fehaciente por la Fiduciaria.

Las Asambleas se celebrarán en la ciudad de Montevideo, en la fecha y hora que la Fiduciaria determine, y serán presididas por el Presidente y/o Vicepresidente de la Fiduciaria, o por un apoderado de ésta designado a tal efecto.

El quórum en primera convocatoria será de Fideicomitentes que tengan o representen por lo menos el 70 % (setenta por ciento) de las Participaciones. No habrá quórum mínimo en segunda convocatoria.

Los Fideicomitentes podrán concurrir por sí o por representantes debidamente designados mediante carta poder con firma certificada por Escribano Público. Dicha acreditación deberá hacerse con 5 (son cinco) días hábiles de anticipación ante la Fiduciaria.

El llamado en primera y segunda convocatoria se podrá realizar simultáneamente, pero la Asamblea en segunda convocatoria deberá tener lugar por lo menos una hora después de la fijada para la primera.

El voto de cada Fideicomitente será equivalente al monto aportado al Fideicomiso. Las resoluciones se adoptarán por mayoría absoluta de los votos presentes emitidos, la que requerirá el voto favorable de al menos el 51 %.(cincuenta y un por ciento) del valor nominal de los certificados de participación y títulos de deuda emitidos.

Se requerirá dicha mayoría para la adopción de decisiones asamblearias que conciernan a la administración del fideicomiso.

Para la adopción de decisiones asamblearias que impliquen la liquidación del patrimonio fiduciario se requerirá el voto favorable de una mayoría especial de titulares. Se entenderá por tal la adoptada por el voto favorable de al menos el setenta y cinco por ciento (75%) del valor nominal de los Certificados de Participación y Títulos de Deuda emitidos.

Las abstenciones se reputarán votos no emitidos.

Los Fideicomitentes B morosos podrán participar en las Asambleas pero no tendrán derecho a voto.



PILAY URUGUAY S.A.

(En trámite de cambio de nombre a Pilay Uruguay Administradora de Fondos de Inversión S.A)

DOCUMENTO DE EMISIÓN

TITULOS DE DEUDA - SERIE 1

El …. de ……. de 2011, **PILAY URUGUAY S.A. (en trámite de cambio de nombre a Pilay Uruguay Administradora de Fondos de Inversión S.A),** en su calidad de Fiduciaria del Fideicomiso denominado "**FIDEICOMISO FINANCIERO CAMPIGLIA & PILAY I" (**en adelante la "Fiduciaria"), constituyendo domicilio en Blvr. Artigas 456 de Montevideo, emite Títulos de Deuda escriturales a favor de los Titulares, conforme a los siguientes términos y condiciones.

1 Antecedentes.

En el presente documento de Emisión se celebra de acuerdo a lo establecido en el Contrato de Fideicomiso Financiero Campiglia & Pilay I de fecha 15 de julio de 2011 inscripto en el Registro Nacional de Actos Personales con el número 32618 el 22 de julio de 2011 celebrado entre la Fiduciaria y Tecnorel S.A. (en adelante el "Contrato de Fideicomiso"), y establece los términos y condiciones en los que la Fiduciaria emite los Valores a favor de los Titulares, en la forma que se detalla en este Documento de Emisión, en el Contrato de Fideicomiso Financiero Campiglia & Pilay I y en el Prospecto de Emisión de la primera serie del Fideicomiso referido.

2. Definiciones.

Los términos en Mayúsculas tendrán el mismo significado que el atribuido en el Contrato de Fideicomiso Financiero mencionado, tanto para su acepción singular como plural.

3. Términos y Condiciones de los Títulos de Deuda

Por el presente Documento de Emisión, la Fiduciaria emite Títulos de Deuda escriturales a favor de los Titulares Fideicomitentes A, 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 de Emisión de la primera serie del Fideicomiso Financiero Campiglia & Pilay I, el Contrato de Fideicomiso Financiero referido y en el presente Documento de Emisión. Por el hecho de adquirir los Títulos de Deuda, los Titulares reconocen conocer el Prospecto de Emisión y el Contrato de Fideicomiso Financiero mencionados y declaran aceptar todos los términos de los mismos.

3.1.Monto y moneda.

El monto total de la emisión de Títulos de deuda cuyos titulares son los Fideicomitentes A del Fideicomiso Financiero Campiglia & Pilay I es de hasta US$ 1.200.000 (Un millón doscientos mil Dólares).

El valor nominal de cada Título de Deuda es de US$ 1.000 (mil Dólares)

3.2. Garantías.

Los Títulos de Deuda están únicamente garantizados y serán exclusivamente pagados con los Activos del Fideicomiso, en las condiciones establecidas en el Contrato de Fideicomiso Financiero Campiglia & Pilay I.

Al adquirir los Títulos de Deuda, los Titulares comprenden y aceptan que los derechos emergentes del Título de Deuda están sujetos a los términos, condiciones y limitaciones que se indican en el Contrato de Fideicomiso Financiero referido 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. Intereses.

El Capital de los Títulos de Deuda devengará desde la fecha de la emisión un interés fijo sobre saldos, calculado a una tasa del 5% anua lineal sobre saldo de capital adeudado**,** hasta el vencimiento, pagaderos anualmente, el 28 de diciembre de cada año, o el día hábil siguiente si resultara feriado. Estos pagos son contingentes a que existan en el Fideicomiso Fondos Líquidos suficientes.

3.4. Amortizaciones.

AMORTIZACIONES: Los títulos de deuda serie 1 tienen un vencimiento teórico el 31 de diciembre de 2015 que se cumplirá de acuerdo a el mismo porcentaje en que se cumplan los compromisos constructivos previstos en el contrato de Fideicomiso Financiero referido como 'Ritmo de Adjudicación'. El plazo legal para la cancelación de los Títulos de Deuda serie 1 será el 31 de diciembre de 2031.

Los Fideicomitentes A tendrán derecho: 1. A percibir anualmente, el 28 de diciembre de cada año y/o el día hábil siguiente si aquel resultare feriado, y con un orden de prelación prioritario sobre cualquier otra obligación del Fideicomiso, el interés del 5 % efectivo anual calculado sobre los saldos de los importes por ellos aportados y que dieran origen a la emisión de los Títulos de Deuda. 2. A que el capital de los Títulos de Deuda se amortice, siempre que se hubiera previamente cumplido con los compromisos constructivos previstos para el respectivo año en el apartado "4.2. Ritmo de Adjudicación" del Contrato, calculados conforme los ingresos efectivamente percibidos, en las siguientes proporciones: 28.12.2012: diez por ciento (10%); 28.12.2013: veinte por ciento (20%); 28.12.2014: veinte por ciento (20%); 28.12.2015: cincuenta por ciento (50%). En los primeros diez días del mes de diciembre de cada año y mientras existan saldos de los títulos de deuda pendientes de pago,

la Fiduciaria informará al representante de los Fideicomitentes A y B, y publicará en la página web del Fideicomiso, los compromisos constructivos exigibles en el respectivo año, conforme los ingresos efectivamente percibidos hasta el mes de noviembre inclusive de ese año, y el porcentaje en que dicho compromiso ha sido cumplido, informe que deberá haber sido auditado por la auditoría externa. A tal fin valorará lo efectivamente invertido en ese período de tiempo en la construcción de los inmuebles previstos en el Contrato de Fideicomiso, incluido lo invertido en la compra de los respectivos terrenos, y en el pago de los honorarios de los profesionales intervinientes en la confección de los planos, elaboración de los proyectos y instrumentación de las escrituras públicas de adquisición del dominio y todo otro gastos exigible e inherente a la citada construcción. El pago de las amortizaciones de los Títulos de Deuda se efectuará en el mismo porcentaje en que los compromisos constructivos hayan sido cumplidos en el respectivo período, y se abonará el 28 de diciembre del año respectivo o el día hábil siguiente si fuera feriado; 3.- Sin perjuicio de lo consignado en el apartado precedente, los Fideicomitentes A tendrán, en el año 2031, un derecho prioritario sobre cualquier otra obligación exigible al Fideicomiso, para que les sea amortizado, antes del 31 de diciembre de ese año, el remanente del capital de los Títulos de Deuda que no se hubiera cancelado en los años precedentes. La Fiduciaria reservará todos los meses un 15% de los ingresos realizados por los Fideicomitentes B a fin de asegurar el pago semestral de capital e interés de los títulos de deuda serie 1.

3.5. PRECIO: 100%

3.6. FECHA DE EMISIÓN: Dentro de los treinta (30) días siguientes al momento en que el BCU proceda a registrar la oferta pública, la fiduciaria procederá a suscribir los títulos de deuda y los adjudicará a los Fideicomitentes A conforme los aportes realizados por cada uno de ellos hasta la fecha de emisión.

3.7. Limitación de la Responsabilidad.

La Fiduciaria no asume responsabilidad patrimonial alguna frente a los Titulares por la falta de pago de los Títulos de Deuda. Los bienes de la Fiduciaria no responderán por las obligaciones contraídas en la ejecución del Fideicomiso y por la emisión de los Títulos de Deuda. Estas obligaciones serán satisfechas exclusivamente con los bienes del Fideicomiso, de acuerdo con el Artículo 8 de la Ley 17.703.

4. Procedimiento de pago.

Los pagos se realizarán por la Fiduciaria mediante depósito a la cuenta indicada por el Titular a tales efectos al momento de anotarse en el Registro

5. Entidad Registrante y Registro de los Títulos de Deuda.

La Fiduciaria actúa como Entidad Registrante de la presente Emisión, siendo la encargada de llevar el Registro de acuerdo a los términos incluidos en el presente Documento de Emisión.

La Fiduciaria llevará un Registro de los Títulos de deuda así como cuentas de cada uno de los suscriptores de los Títulos de Dudas. También se inscribirán en el Registro todos los negocios jurídicos que se realicen con los Títulos de Deuda y cualquier otra mención que derive de sus respectivas situaciones jurídicas, así como sus modificaciones.

6. Ratificación y aceptación.

La adquisición de los Títulos de Deuda por parte de los Titulares supone la ratificación y aceptación del presente Documento de Emisión, el Prospecto de Emisión de la primera serie del Fideicomiso Financiero Campiglia & Pilay I, el Contrato de Fideicomiso Financiero referido, así como de todos los demás contratos, estipulaciones, términos y condiciones de la emisión de los Títulos de Deuda.

7. Modificación de las condiciones de la Emisión.

Para modificar los términos y condiciones de la emisión de los títulos de deuda se requerirá el consentimiento de los titulares que resulten tenedores de al menos el 75 % de los títulos de deuda emitidos.

8. Comunicaciones.

Todas las notificaciones, solicitudes, demandas u otras comunicaciones que la Fiduciaria realice a los Titulares, se considerarán debidamente efectuadas cuando las mismas sean notificadas por escrito o telegrama colacionado con acuse de recibo al domicilio que el Titular de cada Titulo de Deuda haya declarado en el Registro que lleva la Fiduciaria.

9. Jurisdicción y competencia:

Este Contrato se regirá por las Leyes de la República Oriental del Uruguay.

10. (Arbitraje)

Todas las diferencias, desavenencias y/o controversias que se produzcan entre las Partes derivadas de este contrato serán resueltas definitivamente mediante arbitraje de derecho. El tribunal arbitral estará integrado por tres (3) árbitros. El arbitraje se desarrollará en la ciudad de Montevideo y en idioma español, observándose, tanto para la designación de los árbitros como para el procedimiento arbitral, las disposiciones contenidas en el Reglamento de Arbitraje del Centro de Conciliación y Arbitraje, de la Bolsa de Comercio del Uruguay.

Para el caso de que el Centro de Conciliación y Arbitraje de la Bolsa de Comercio, por cualquier circunstancia dejara de existir, el arbitraje se desarrollará conforme a las normas del Código General del Proceso y las pautas precedentemente establecidas respecto a

números de árbitros, lugar y naturaleza del arbitraje que será de derecho, conviniéndose además específicamente que: a) los árbitros serán designados uno por cada parte; en defecto de designación de alguno de los árbitros, los nombrará el Juez competente; y b) el arbitraje se regirá, también en este caso, por el procedimiento establecido en el Reglamento de Arbitraje del Centro de Conciliación y Arbitraje de la Bolsa de Comercio del Uruguay, que se considera incorporado al cuerpo de este Contrato, así como por las disposiciones contenidas en dicho Reglamento respecto al plazo para laudar y demás normas en él incluidas que resulten aplicables.

A estos efectos se considera a los Fideicomitentes A y/o B que adhieran a este Contrato representados por la Bolsa de Valores de Montevideo, como una parte, a la Fiduciaria como una parte y a la Empresa Constructora como una parte.

De suscitarse el conflicto sólo entre dos partes, cada una de ellas designará un árbitro y los designados designarán de común acuerdo un tercero.

11. Autorización para la oferta pùblica:

Por resolución de fecha 12 de julio de 2011 (Comunicación 2011/113) la presente emisión de Títulos de Deuda fue inscripta en Registro de Valores del Banco Central del Uruguay.

12. Transmisión

La titularidad de los derechos emergentes del contrato de Fideicomiso Financiero referido y de los Títulos de Deuda, pertenecientes al Fideicomitente A, serán transmitidos por cesión a realizar por instrumento público o privado. Tratándose de un valor emergente de un contrato de Fideicomiso Financiero, el cesionario quedará colocado en la posición del cedente no teniendo un derecho autónomo, pudiéndosele oponer las excepciones que habría podido invocar la Fiduciaria frente al cedente porque el derecho del cesionario es un derecho derivado del derecho del cedente.

13. Asamblea de Fideicomitentes:

Además de las facultades de la Fiduciaria establecidas en la Cláusula 6.3; cuando lo soliciten los Fideicomitentes B que representen al menos el 30 % (treinta por ciento) del total de Fideicomitentes adheridos al Fideicomiso, y que se encuentren al día en el cumplimiento de sus obligaciones la Fiduciaria deberá convocar a una Asamblea de Fideicomitentes ("la Asamblea"), a los efectos de hacer, dar, recibir o tratar cualquier solicitud, autorización, notificación, consentimiento, renuncia, modificación, corrección, directiva u otra acción bajo este Documento. Igualmente deberá convocarla cuando lo soliciten Fideicomitentes A que resulten tenedores de al menos el 50 % de los Títulos de Deuda emitidos. Los Fideicomitentes B y A presentarán sus solicitudes de convocatoria a Asamblea a través de la Entidad Representante.

La convocatoria deberá ser realizada por la Fiduciaria dentro de los 30 (son treinta) días hábiles de recibida de los Fideicomitentes B y/o A la correspondiente solicitud. A opción de la Fiduciaria, se

convocará de cualquiera de las siguientes formas, con una anticipación no menor a diez días corridos de la fijada para la fecha de Asamblea:

(a) publicación durante un (1) día en el Diario Oficial; o

(b) publicación durante un (1) día en un diario de circulación nacional.

(c) notificación personal por algún medio fehaciente a cada uno de los Fideicomitentes B.

La Asamblea podrá realizarse sin publicación en los casos en que todos los Fideicomitentes B y A hubieran sido notificados por medio fehaciente por la Fiduciaria.

Las Asambleas se celebrarán en la Ciudad de Montevideo, en la fecha y hora que la Fiduciaria determine, y serán presididas por el Presidente y/o Vicepresidente de la Fiduciaria, o por un apoderado de ésta designado a tal efecto.

El quórum en primera convocatoria será de Fideicomitentes que tengan o representen por lo menos el 70 % (setenta por ciento) de las Participaciones. No habrá quórum mínimo en segunda convocatoria.

Los Fideicomitentes podrán concurrir por sí o por representantes debidamente designados mediante carta poder con firma certificada por Escribano Público. Dicha acreditación deberá hacerse con 5 (son cinco) días hábiles de anticipación ante la Fiduciaria.

El llamado en primera y segunda convocatoria se podrá realizar simultáneamente, pero la Asamblea en segunda convocatoria deberá tener lugar por lo menos una hora después de la fijada para la primera.

El voto de cada Fideicomitente será equivalente al monto aportado al fideicomiso. Las resoluciones se adoptarán por mayoría absoluta de los votos presentes emitidos, la que requerirá el voto favorable de al menos el 51 % (cincuenta y un por ciento) del valor nominal de los certificados de participación y títulos de deuda emitidos. Se requerirá dicha mayoría para la adopción de decisiones asamblearias que conciernan a la administración del fideicomiso.

Para la adopción de decisiones asamblearias que impliquen la liquidación del patrimonio fiduciario se requerirá el voto favorable de una mayoría especial de titulares. Se entenderá por tal la adoptada por el voto favorable de al menos el setenta y cinco por ciento (75%) del valor nominal de los certificados de participación y títulos de deuda emitidos.

Las abstenciones se reputarán votos no emitidos.

Los Fideicomitentes B morosos podrán participar en las Asambleas pero no tendrán derecho a voto.

En el supuesto de insuficiencia del Patrimonio Fiduciario, la Fiduciaria convocará a Asamblea de Fideicomitentes dentro de los noventa días de comprobada dicha circunstancia.

De conformidad al artículo 230 de la Recopilación de Normas del Mercado de Valores se deja constancia que es admitida la posibilidad de que personas vinculadas al Fiduciario - en tanto tenedores de títulos - partcipen en las asambleas de tenedores de títulos.



PILAY URUGUAY S.A

(en trámite de cambio de nombre a Pilay Uruguay Administradora de Fondos de Inversión S.A)