FIDEICOMISO FINANCIERO FORESTAL BOSQUES DEL URUGUAY 2

PROSPECTO INFORMATIVO

EMISIÓN DE CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN POR HASTA US$ 70.000.000

Fiduciario, Entidad Registrante y Agente de Pago

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

Administrador y Organizador

Agroempresa Forestal S.A.

Entidad Representante

BOLSA ELECTRONICA DE VALORES S.A.

Calificadora de Riesgos

CARE Calificadora de Riesgo S.R.L.

Fideicomitentes

Suscriptores iniciales de los Valores

Asesor Legal

FERRERE

Asesor Financiero

CPA FERRERE

Enero 2015

ÍNDICE

I. AVISO IMPORTANTE 3

II. SUMARIO DE TÉRMINOS Y CONDICIONES 5

III. OBJETIVO Y CARACTERÍSTICAS DE LA INVERSIÓN 19

IV. PLAN DE NEGOCIO DEL PROYECTO 22

V. AUTORIZACIONES PREVIAS 42

VI. ANÁLISIS ECONÓMICO FINANCIERO 44

VII. EVALUACIÓN DE LOS PRINCIPALES RIESGOS DE LA OPERACIÓN 56

VIII. INFORMACIÓN DEL FIDUCIARIO 59

IX. INFORMACIÓN DEL ADMINISTRADOR 65

X. ANEXOS 70

CONTRATO DE FIDEICOMISO FINANCIERO 71

DOCUMENTO DE EMISIÓN 164

CONTRATO DE ADMINISTRACIÓN 173

CONTRATO DE ENTIDAD REPRESENTANTE 193

INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO 203

CODIGO DE ETICA DEL FIDUCIARIO 272

ACTA DE DIRECTORIO DEL FIDUCIARIO 280

ÚLTIMOS ESTADOS CONTABLES DEL FIDUCIARIO 285

I. AVISO IMPORTANTE

VALOR INSCRIPTO EN EL REGISTRO DEL MERCADO DE VALORES DEL BANCO CENTRAL DEL URUGUAY POR RESOLUCIÓN SSF 799 – 2014 DE FECHA 5 DE DICIEMBRE DE 2014

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

EF ASSET MANAGEMENT AFISA EN SU CARÁCTER DE FIDUCIARIO DECLARA Y GARANTIZA QUE LOS ACTIVOS INCLUIDOS EN EL FIDEICOMISO "FIDEICOMISO FINANCIERO FORESTAL BOSQUES DEL URUGUAY 2" SON CIERTOS Y LEGÍTIMOS Y FACULTAN A LOS TITULARES DE LOS VALORES QUE SE EMITIRÁN A EJERCER TODOS LOS DERECHOS RESULTANTES DE LOS TÉRMINOS Y CONDICIONES QUE SE DESCRIBEN EN EL PRESENTE PROSPECTO.

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

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

EL DIRECTORIO DE EF ASSET MANAGEMENT AFISA MANIFIESTA, CON CARÁCTER DE DECLARACIÓN JURADA, QUE EL PRESENTE PROSPECTO CONTIENE, A LA FECHA DE SU PUBLICACIÓN, INFORMACIÓN VERAZ Y SUFICIENTE SOBRE LAS CARACTERÍSTICAS DEL FIDEICOMISO "FIDEICOMISO FINANCIERO FORESTAL BOSQUES DEL URUGUAY 2", SOBRE LOS ACTIVOS QUE LO INTEGRAN, LAS CONDICIONES DE LA EMISIÓN Y LOS DERECHOS QUE LE CORRESPONDEN A LOS TITULARES DE LOS VALORES QUE SE EMITIRÁN.

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

LA BOLSA DE VALORES DE MONTEVIDEO NO ASUME RESPONSABILIDAD ALGUNA, PRINCIPAL NI DE GARANTÍA, POR LOS VALORES EMITIDOS POR EL FIDEICOMISO, NI POR EL CONTENIDO DEL PROSPECTO, QUE TUVO A LA VISTA. ASIMISMO NI LA BOLSA DE VALORES DE MONTEVIDEO NI SUS DIRECTIVOS, GERENTES PRINCIPALES O ASESORES, EFECTÚAN UNA RECOMENDACIÓN O PREDICCIÓN ALGUNA RESPECTO DE LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PROSPECTO DE

EMISIÓN, SOBRE EL FIDEICOMISO, SOBRE EL O LOS NEGOCIOS PROPUESTOS, NI SOBRE TODAS LAS INSTITUCIONES QUE EN FORMA DIRECTA O INDIRECTA PARTICIPAN EN O CON EL FIDEICOMISO, NI ASUMEN RESPONSABILIDAD ALGUNA PRINCIPAL NI DE GARANTÍA POR LOS VALORES EMITIDOS POR EL FIDEICOMISO. LA BOLSA DE VALORES DE MONTEVIDEO NO ASUME LA OBLIGACIÓN DE REPRESENTAR A LOS TITULARES DE LOS VALORES EMITIDOS POR EL FIDEICOMISO ANTE CUALQUIER INCUMPLIMIENTO DEL EMISOR, SALVO QUE LA INSTITUCIÓN HUBIERE SIDO DESIGNADO ENTIDAD REPRESENTANTE DE LOS MISMOS.

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

EL INVERSOR DEBE TENER EN CUENTA QUE NI EL FIDUCIARIO, NI EL ADMINISTRADOR ASUMEN RESPONSABILIDAD PATRIMONIAL ALGUNA, PRINCIPAL NI DE GARANTÍA, POR EL PAGO DE LOS VALORES. EL PAGO DE LOS VALORES SERÁ SATISFECHO EXCLUSIVAMENTE CON LOS BIENES FIDEICOMITIDOS.

LOS BIENES DEL FIDUCIARIO NO RESPONDERÁN POR LAS OBLIGACIONES CONTRAÍDAS EN LA EJECUCIÓN DEL FIDEICOMISO Y POR LA EMISION DE LOS VALORES. ESTAS OBLIGACIONES SERÁN SATISFECHAS EXCLUSIVAMENTE CON LOS BIENES DEL FIDEICOMISO, DE ACUERDO CON EL ARTÍCULO 8 DE LA LEY 17.703.

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

LA FECHA DE ELABORACIÓN DE ESTE PROSPECTO ES ENERO 2015.

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

II. SUMARIO DE TÉRMINOS Y CONDICIONES

Denominación:	Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay 2
Fiduciario:	EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.
Fideicomitentes:	Suscriptores iniciales de los Valores
Beneficiarios:	Suscriptores iniciales de los Valores
Administrador:	Agroempresa Forestal S.A.
Entidad Registrante	EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.
Entidad Representante	Bolsa Electrónica de Valores S.A.
Organizador:	Agroempresa Forestal S.A.
Agente de Pago:	EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.
Títulos a emitirse:	Certificados de Participación escriturales.
Activos del Fideicomiso:	El Fideicomiso invertirá en la compra y/o arrendamiento de Inmuebles rurales para desarrollar una explotación forestal.
Moneda:	Dólar fondo.
Importe de la Emisión:	Hasta US$ 70.000.000
Distribuciones:	Toda vez que existan Fondos Netos Distribuibles luego de cada Cierre de Ejercicio, o al procederse a la venta de los Activos del Fideicomiso o por la distribución final de Fondos Netos Remanentes. **En la primer etapa del Fideicomiso (año 0 a 8), si bien, habrán disponibilidades al cierre de cada balance, estos serán destinados al financiamiento del emprendimiento. Por lo tanto, en la esta etapa no habrán fondos a distribuir porque las disponibilidades deberán cubrir futuros gastos e inversiones.**
Fondos Netos Distribuibles:	Son los fondos efectivamente percibidos por el Fideicomiso originados en rentas por la explotación del negocio, que surgen de deducir de las disponibilidades al cierre de ejercicio de cada año, las previsiones de gastos e inversiones a realizar en los próximos ejercicios económicos que sean determinadas de acuerdo al informe elaborado por el Administrador a tales efectos. El importe resultante, no podrá superar los resultados contables acumulados del Fideicomiso a dicho Cierre de

	Ejercicio.
Fondos Netos Remanentes:	Son los fondos que existan en el activo del Fideicomiso a la fecha de vencimiento del Fideicomiso, una vez enajenados todos los Bienes Fideicomitidos y canceladas todas las obligaciones del Fideicomiso.
Fondos Líquidos:	Son los fondos en caja o invertidos en instrumentos fácilmente liquidables, que se encuentren en el activo del fideicomiso en la Cuenta Recaudadora, proveniente de la gestión de los activos del Fideicomiso o de la colocación de los Valores.
Inversión de Fondos Líquidos:	Los Fondos Líquidos podrán ser invertidos por el Fiduciario, únicamente en los siguientes Activos Financieros, que calcen con las necesidades de utilización de fondos en plazos y monedas, según las proyecciones que informe el Administrador: (a) Valores emitidos por el Estado Uruguayo u otros entes estatales; (b) Valores de renta fija emitidos por organismos internacionales de crédito o por gobiernos extranjeros de muy alta calificación crediticia; (c) Depósitos en entidades de intermediación financiera locales calificadas AAA local.
Precio:	100%
Valor nominal de cada Certificado de Participación:	US$ 1.000
Fecha de Emisión:	Una vez inscriptos los valores en el BCU y dentro de los 60 días corridos de dicha inscripción.
Plazo del Fideicomiso:	30 años o hasta el momento en que se cancelen en forma total los Certificados de Participación emitidos por el Fiduciario, y se cancelen las demás obligaciones del Contrato de Fideicomiso
Reserva de Liquidación:	Es la reserva que será constituida por el Fiduciario, y mantenida por este luego de la extinción del presente Fideicomiso.
Reserva de Contingencias:	Es la reserva que podrá constituir el Fiduciario con fondos del Fideicomiso, para cubrir las contingencias del Fideicomiso durante el plazo de vigencia.
Calificadora de Riesgo:	CARE Calificadora de Riesgo S.R.L.
Calificación de Riesgo:	BBB(uy)
Asesor Legal:	Ferrere Abogados

Asesor Financiero:	CPA Ferrere
Inscripción:	Banco Central del Uruguay
Cotización:	BEVSA y/o Bolsa de Valores de Montevideo
Código ISIN de los Valores:	UYFFEF024US5
Código CFI de los Valores:	RMXXXR
Ley Aplicable:	Ley de la República Oriental del Uruguay
Suscripción:	La suscripción se realizará en BEVSA, el día 19 de enero de 2015, desde la hora 10:00 hasta la hora 12:00, momento en el cual se cerrará el período de suscripción. El monto mínimo de cada suscripción es de US$ 700.000 (Dólares setecientos mil). Al cierre del período de suscripción, se adjudicarán Valores a los oferentes que hayan presentado ofertas. En caso de recibirse exceso de demanda en las ofertas recibidas, los Valores se adjudicarán a prorrata de las solicitudes.
Integración:	La integración de los Certificados de Participación se realizará en forma diferida en la Cuenta del Fideicomiso, de acuerdo al procedimiento y cronograma que se describe a continuación: (i) La primer integración por un monto total equivalente al 6% del monto adjudicado, deberá realizarse el Día Hábil siguiente a la fecha de cierre del período de suscripción hasta las 16 horas. (i) La segunda integración por un monto total equivalente al 36% del monto adjudicado deberá realizarse a los 10 meses contados a partir de la fecha de cierre del período de suscripción hasta las 16 horas. (ii) La tercera integración por un monto total equivalente al 36% del monto adjudicado deberá realizarse a los 22 meses contados a partir de la fecha de cierre del período de suscripción hasta las 16 horas. (iii) La cuarta integración por un monto total equivalente al 16% del monto adjudicado deberá realizarse a los 34 meses contados a partir de la fecha de cierre del período de suscripción hasta las 16 horas. (iv) La quinta integración por un monto total equivalente al 6% del monto adjudicado deberá realizarse a los 46 meses contados a partir de la fecha de cierre del período de suscripción hasta las 16 horas. Todas las integraciones deberán realizarse en la Cuenta

Fiduciaria de acuerdo a las instrucciones que envíe el Fiduciario.

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

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

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

(a) Una garantía bancaria a primera demanda emitida por un banco de plaza, por el monto equivalente a su suscripción más un 20% por eventuales multas e intereses moratorios que pudieran corresponder, con vigencia por un plazo mínimo de un año y cuyo pago se deba realizar dentro de las 48 horas de presentada a su cobro ante el banco emisor; o

(b) Entrega de fondos en efectivo al Fiduciario por el monto equivalente a su suscripción, los que permanecerán prendados en garantía por parte del Fiduciario, sin generar intereses, y serán liberados para el Fideicomiso en cada Fecha de Integración. En este caso el Titular no deberá realizar una nueva integración de fondos en cada Fecha de Integración ya que los fondos correspondientes a cada integración serán liberados automáticamente por el Fiduciario.

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

Si en cualquier Fecha de Integración un Titular no realiza la integración a la cual está obligado, el Fiduciario deberá proceder de la siguiente forma para hacer efectivo el cobro del monto no integrado más los intereses moratorios y multa que correspondan: (i) si existe una garantía bancaria, el Fiduciario procederá a solicitar el pago correspondiente a dicha garantía bancaria por el monto no integrado más la multa y los intereses

de mora que correspondan hasta la fecha de pago; (ii) si no existe garantía o si no se logra el cobro de dicha garantía, el Fiduciario iniciará acciones judiciales contra el Titular para el cobro de la misma más la multa, intereses moratorios que correspondan hasta la fecha de cobro y las costas y costos que dichas medidas generen los cuales también serán de cargo del Titular. Recibidos los importes correspondientes a dichas integración no efectuadas en la Fecha de Integración, el Fiduciario procederá a emitir los Certificados de Participación que correspondan.

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

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

Comisiones y Gastos:

Serán de cargo y costo exclusivo del Fideicomiso todos los gastos, tributos y otros costos que se generen para el cumplimiento de la finalidad del Fideicomiso y para el cumplimiento del Plan de Negocios, incluyendo las retribuciones del Fiduciario y del Administrador.

En compensación por los servicios que el Fiduciario se obliga a prestar por la administración del Fideicomiso, el Fiduciario percibirá una remuneración mensual de UI 73.000 (Unidades Indexadas setenta y tres mil).

En compensación por los servicios que el Administrador se obliga a prestar, el Administrador percibirá:

(a) un 1% del monto emitido, que si se emitiera por el máximo del proyecto corresponde a la cantidad fija anual de US$ 700.00 (setecientos mil) ajustada según paramétrica y coeficiente anual de conformidad con lo establecido en la cláusula 14 (a) del presente; estableciéndose que dicho monto, luego de ser ajustado por la paramétrica no podrá ser mayor al 1,5% del valor del monto resultante de la valuación anual del Fideicomiso, excepto durante los años de integración de capital.

(b) una compensación por desempeño ("performance fee") en caso que la Tasa de Retorno (TIR) del proyecto sea superior al 8%, percibiendo el Administrador un 12% del retorno adicional, la cual será calculada por el Fiduciario.

Modificaciones:

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

(a) Modificar las condiciones de emisión de los Valores.

(b) Consagrar la forma de enajenación de los bienes del patrimonio fiduciario.

(c) Designar a la persona que tendrá a su cargo la enajenación del patrimonio como unidad de los bienes que lo conforman.

(d) La extinción del Fideicomiso en caso de insuficiencia patrimonial del Fideicomiso.

(e) Aprobar la venta anticipada, de parte o el total de los Activos, a partir del quinto año, a propuesta del Administrador.

(f) Aprobar cambios al Plan de Negocios, a propuesta del Administrador.

(g) Aprobar la prórroga de la venta de los Activos al final del proyecto forestal descripto en el Plan de Negocios, por hasta un plazo de [3 años]. También podrá aprobar la prórroga por más de [3 años] pero siempre que se cuente con el consentimiento del Administrador.

(h) La sustitución de la Entidad Representante.

Asambleas de Titulares:

Las Asambleas de Titulares podrán ser convocadas por el Fiduciario a instancia propia, o por Titulares que representen al menos el 20% del valor nominal de los Valores emitidos, quienes realizarán la convocatoria a través del Fiduciario. En caso de convocatoria por los Titulares que representen el porcentaje indicado, el Fiduciario deberá convocar a la Asamblea para que se celebre dentro del plazo de 60 días de recibida la solicitud.

La Entidad Registrante queda expresamente autorizada a informar a cualquier Titular que así lo solicite por escrito, indicando su voluntad de promover una decisión de la Asamblea de Titulares, una nómina de los nombres y domicilios registrados de los Titulares. Al adquirir los Valores, los Titulares reconocen y aceptan que autorizan expresamente a la Entidad Registrante a otorgar dicha información con el alcance establecido en este párrafo.

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

en el Contrato de Fideicomiso ni a las disposiciones de orden público contenidas en la ley.

Las resoluciones se adoptarán por Mayoría Absoluta de Titulares, salvo que este Contrato o el Documento de Emisión requieran una mayoría mayor.

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

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

Comité de Vigilancia: Órgano de control interno del Fideicomiso, cuyos miembros iniciales deberán ser designados por una Mayoría Absoluta de Titulares dentro de los 45 días de realizada la emisión de los Valores.

Estará compuesto por hasta 3 miembros representantes de los Titulares, según lo dispuesto en el Contrato de Fideicomiso.

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

Anualmente se realizará una valuación de los Inmuebles y Bosques existentes, la que deberá ser realizada por un valuador de prestigio y con experiencia en la valuación de patrimonios forestales, el cual deberá ser elegido por el Administrador y contratado por el Fiduciario, con aprobación previa del Comité de Vigilancia.

Causales de extinción: El Fideicomiso se extinguirá en los siguientes supuestos:

(a) cuando se hayan cancelado totalmente los Valores;

(b) en caso que no se obtenga la autorización para la compra de campos de acuerdo a la ley 18.092 en el plazo de un año de presentada la solicitud correspondiente, y siempre que previamente así lo resuelva una Mayoría Especial de Titulares;

(c) en caso que no se obtenga autorización para plantar de parte del MGAP y de DINAMA en el plazo de tres años de realizada la Emisión, y siempre que previamente así lo resuelva una Mayoría Especial de Titulares;

(d) ante la imposibilidad absoluta del cumplimiento de los fines para el cual fue constituido

(e) cualquier otra causa prevista en el Contrato de Fideicomiso; y

(f) el transcurso del plazo máximo legal.

RESUMEN DE LOS CONTRATOS DE LA EMISIÓN:

CONTRATO DE FIDEICOMISO

Por el Contrato de Fideicomiso se constituyó el Fideicomiso denominado ***"FIDEICOMISO FINANCIERO FORESTAL BOSQUES DEL URUGUAY 2"***, que se integrará con los importes a ser pagados por los Fideicomitentes en su carácter de suscriptores iniciales de los Valores, en las condiciones que se establecen en este Contrato y para ser destinados al cumplimiento de los fines del mismo.

Con los fondos provenientes de la colocación de los Valores, el Fiduciario invertirá tanto en la compra como arrendamiento de inmuebles rurales para el posterior desarrollo de la actividad silvícola, en las condiciones previstas en este Contrato, para que integren el patrimonio del Fideicomiso. La adquisición de inmuebles rurales se podrá realizar también mediante la celebración de promesas de enajenación de inmuebles a plazo. El Fiduciario invertirá en aquellos Inmuebles que sean recomendados por la Administradora de acuerdo a lo previsto en el Plan de Negocios siguiendo los procedimientos que se establecen en el presente Contrato.

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

El Fiduciario designa al Administrador, por medio del Contrato de Administración que se suscribe simultáneamente con el Contrato de Fideicomiso, para cumplir la tarea de administrar los Bienes Fideicomitidos y llevar adelante la implementación del Plan de Negocios, con respecto al presente Fideicomiso y el Contrato de Administración. Sin perjuicio de esto, el Fiduciario mantendrá la responsabilidad por la gestión del Administrador por las tareas subcontratadas a éste.

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

De acuerdo a los fines del Fideicomiso, el Fiduciario emitirá Valores de acuerdo a los términos y condiciones que se indican a continuación y por un monto total que será de hasta US$ 70.000.000 (Dólares setenta millones).

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

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

(a) a la cancelación de los Gastos del Fideicomiso, incluyendo los necesarios para la constitución del Fideicomiso, constitución de reservas, tributos, honorarios y comisiones del Fideicomiso;

(b) a la reposición de las reservas que correspondan;

(c) a la cancelación de los Pasivos que sean exigibles;

(d) a la realización de las inversiones que sean necesarias para llevar adelante el Plan de Negocios;

(e) a la distribución de fondos a los Titulares, de existir Fondos Netos Distribuibles; y

(f) a la distribución de Fondos Netos Remanentes con el producido de la liquidación del Fideicomiso.

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

CONTRATO DE ADMINISTRACIÓN

El Fiduciario designa al Administrador, y este acepta, cumplir con el ejercicio de las funciones, atribuciones y deberes de administrador en los términos del presente Contrato y el Contrato de Fideicomiso

El Administrador cumplirá la tarea de administrar los Bienes Fideicomitidos y llevar adelante la implementación del Plan de Negocios. Sin perjuicio de esto, el Fiduciario mantendrá la responsabilidad por la gestión del Administrador por las tareas subcontratadas a éste.

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

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

(a) Ejecutar el Plan de Negocios, administrando los Bienes Fideicomitidos a tal fin.

(b) Seleccionar y analizar los Inmuebles a adquirir y/o arrendar y llevar adelante las negociaciones para la adquisición de los mismos. Previo a realizar las compras y/o arrendamientos, el Administrador deberá enviar al Comité de Vigilancia con al menos 5 Días Hábiles de anticipación a realizarse la compra, copia de los informes elaborados sobre el campo a adquirir, incluyendo el plan de forestación para el predio en cuestión. A efectos de las compras y/o arredramientos, se distinguen dos

casos:

i. Compra autorizada tácitamente: En los casos en que se cumplan las siguientes restricciones, y si el Comité de Vigilancia no levantó observaciones en el plazo de 5 Días Hábiles, el Administrador podrá comprar/arrendar el predio en evaluación, siempre que:

- Precio de compra de Tierra: no será mayor en 10% del estimado para el proyecto.
- Distancia de Montevideo: menor a 370 km.
- Suelo Forestal: más del 60% del campo.
- Área que puede ser plantada: más del 50% del campo.
- Tasa de retorno esperada: mayor a 8.5%
- Monto de la operación: menor a 10 millones de dólares.

El Comité de Vigilancia podrá realizar en dicho plazo, observaciones referidas al no cumplimiento de las variables arriba mencionadas y debidamente fundadas. Si el Comité de Vigilancia realiza observaciones, las mismas serán vinculantes y se detendrá el proceso de compra y/o arrendamiento hasta que las mismas sean levantadas

ii. Compra con autorización de Comité de Vigilancia: En los casos donde las variables arriba mencionadas no se cumplan, el Administrador deberá pedir autorización al Comité de Vigilancia, el que deberá expedirse en un plazo de 5 Días Hábiles (salvo en los casos en que se encontrara fuera del país donde dispondrá de 10 Días Hábiles).

(c) Gestionar, coordinar, controlar y contratar las actividades con las empresas tercerizadas, siendo de cargo del Fideicomiso los costos por la contratación de éstas, de conformidad con lo dispuesto en la Cláusula 34.

(d) Comercializar la madera resultante de las plantaciones que se realicen en los Inmuebles.

(e) Llevar adelante otras negociaciones y actividades para el manejo de la explotación forestal, incluyendo el otorgamiento de predios en pastoreo.

(f) Preparación y coordinación para la certificación de los bosques (por ejemplo bajo el estándar FSC).

(g) Preparación de los reportes mensuales, trimestrales y anuales detallados en el Plan de Negocios.

(h) Llevar adelante todas las tareas necesarias para el relacionamiento con el entorno en donde se encuentran localizados los Inmuebles.

(i) Negociar los contratos que sean necesarios con los proveedores.

(j) Realizar los controles de ejecución y calidad de los proveedores y terceros que se contraten para desarrollar las actividades.

(k) Exigir y cumplir con todas las normativas, leyes, y obligaciones pertinentes al sector y al país.

(l) Recorrer los Inmuebles para definir técnicas que aseguren el estado sanitario de los

Bosques.

(m) Planificar, dirigir la prevención y combate de incendios.

(n) Percibir de los Deudores cualquier suma que éstos deban abonar al Fideicomiso. A estos efectos, el Administrador podrá iniciar las acciones que sean necesarias para reclamar dichos pagos.

(o) Realizar pagos a cualquier acreedor del Fideicomiso, utilizando a tal fin los fondos que se transfieran a la Cuenta Operativa de acuerdo a lo que se establece en el presente Contrato. El Administrador tendrá acceso a los saldos y movimientos de las Cuentas, pero únicamente tendrá facultades para girar sobre los fondos depositados en la Cuenta Operativa.

(p) Realizar todas las compras, arrendamientos y contrataciones que resulten necesarias a fin de ejecutar el Plan de Negocios.

(q) Confeccionar el presupuesto anual del Fideicomiso de acuerdo al Plan de Negocios (el "Presupuesto"), el cual deberá ser puesto a disposición del Fiduciario y de los Titulares antes de los 15 Días Hábiles del comienzo de cada Ejercicio Anual de que se trate. El Presupuesto deberá estimar los costos, gastos y demás pagos que deba realizar el Administrador en virtud de la administración de los Bienes Fideicomitidos durante el período presupuestado, en todos los casos indicando su relación y grado de cumplimiento con el Plan de Negocios, así como toda otra información que el Administrador o el Fiduciario estimen relevante. El Presupuesto indicará el monto a ser depositado por el Fiduciario en la Cuenta Operativa que se estime necesario para el cumplimiento del Plan de Negocios durante el período abarcado por el Presupuesto de que se trate.

(r) Elaborar los informes trimestrales de gestión de acuerdo a la Cláusula 33 de este Contrato, en el cual se indique el desarrollo del programa de inversiones como así también cualquier información que pudiera resultar relevante a los Beneficiarios. Asimismo deberá informar al Fiduciario inmediatamente de ocurrido cualquier hecho o acto relacionado con la ejecución del Plan de Negocios que pudiera incidir considerablemente en la inversión realizada por los Titulares.

(s) Elaborar reportes trimestrales al Comité de Vigilancia, informando sobre las compras de agroquímicos detallándose: los precios de los mismos, su comparación con otras opciones del mercado y el proveedor.

(t) Determinar al finalizar cada Cierre de Ejercicio los Fondos Netos Distribuibles e informarlo al Fiduciario para efectuar los pagos que correspondan.

(u) Proponer a la Asamblea de Titulares la venta anticipada, de parte o el total de los Activos, en casos que entienda que exista una oportunidad que pueda resultar atractiva para los Titulares.

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

El Administrador será responsable por seleccionar y controlar a los contratistas que presten tareas para el Fideicomiso, aplicando a tales efectos los criterios para la selección y control

de los contratistas establecidos en el Plan de Negocios.

Sin perjuicio de lo señalado, los criterios de selección y control podrán modificarse por cambios en la legislación o en la realidad donde se realice el trabajo. A estos efectos, el Administrador deberá proponer las modificaciones al Comité de Vigilancia para su aprobación.

El Administrador será responsable por los reclamos que se generen relacionados con empresas tercerizadas, solamente cuándo éstas se hayan iniciado por incumplimiento del Administrador de alguna de las obligaciones de control de contratistas establecidas en el Plan de Negocios. Si por el contrario el Administrador cumplió con todas sus obligaciones, aplicando todos los criterios de selección y control establecidos, pero igualmente se genera un reclamo, entonces la responsabilidad será asumida directamente por el patrimonio del Fideicomiso.

El Administrador deberá entregar al Fiduciario, dentro de los 120 días de finalizado cada ejercicio fiscal, copia de los estados contables auditados del Administrador del ejercicio anterior. Dichos estados contables estarán a disposición de los Titulares que quieran tener acceso a los mismos.

El Administrador deberá cumplir con los siguientes estándares mínimos de desempeño en su gestión, los cuales se evaluarán anualmente, de acuerdo a los siguientes criterios:

(a) Compra de tierras: dentro de los primeros 4 (cuatro) años, a contar desde la Fecha de Emisión, deberá comprarse y/o arrendarse al menos el 50% de las tierras definidas en el Plan de Negocios. En el caso de que las compras y/o arrendamientos sean mayores al 50%, pero menores al total del proyecto, el Comité de Vigilancia podrá asesorar a la Asamblea de Titulares si se extiende el plazo de compra o se devuelve el dinero correspondiente a tierras no compradas y/o arrendadas, reduciéndose la superficie final del proyecto.

(b) Plantación: sobre las superficies compradas y/o arrendadas y evaluadas como plantables, se deberá haber plantado un 80% de las mismas como mínimo, cuando hayan transcurrido un plazo de 2 años desde la entrega de los campos por parte de los vendedores.

(c) Prendimiento: para el total de la superficie plantada cada año, deberá lograrse un prendimiento mínimo de 80% del stand objetivo. Esta evaluación se hará en mayo del año siguiente al año evaluado. En caso de eventos climáticos extremos, como sequías (déficit de precipitaciones iguales o mayores al 45% de la media del lugar en los 2 meses siguientes a la plantación) o granizadas que afecten la plantación; el Administrador no será responsable del incumplimiento de esta meta siempre que los mismos sean comprobables.

El control sobre la compra y/o arrendamiento de tierras será realizado directamente por el Fiduciario en función de las compras y/o arrendamientos realizados.

A efectos de controlar los estándares de plantación y prendimiento (literales b y c anteriores), el Comité de Vigilancia designará a un técnico calificado para que lleve adelante las auditorías operativas que correspondan para verificar el cumplimiento por parte del Administrador de dichos estándares. Las auditorias operativas se deberán realizar semestralmente durante los primeros 3 años y posteriormente en forma anual.

Una vez entregados los reportes de las auditorias operativas, el Fiduciario comunicará los mismos a los Titulares.

El incumplimiento de cualquiera de estos estándares, será causa suficiente para que los Titulares por Mayoría Especial de Titulares resuelvan el cese del Administrador en sus funciones.

CONTRATO DE ENTIDAD REPRESENTANTE

El Emisor designa a BEVSA como Entidad Representante de la emisión de los Valores al amparo de lo dispuesto en la Ley Nº 18.627 (la "Ley de Mercado de Valores") y arts. 456, 457 y 464 de la Ley Nº 16.060 y la Entidad Representante acepta dicha designación, sujeto a las condiciones previstas en el presente Contrato y asume la representación de los titulares de los Valores registrados ante el Fiduciario o la entidad registrante que eventualmente lo sustituya (en adelante, los "Titulares"), en los términos explicitados en el presente Contrato.

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

La Entidad Representante podrá realizar, en nombre y representación de los Titulares, los siguientes actos: (a) solicitar información relativa al Emisor y/o al Fideicomiso, así como toda información que corresponda bajo las normas vigentes o que se dicten en el futuro, o se deriven de la reglamentación de las bolsas en las cuales los Valores coticen; (b) realizar aquellos actos que sean necesarios para conservar los derechos de los Titulares, inclusive las gestiones judiciales que se requieran para no perjudicar los mismos, sin perjuicio de lo que la Asamblea de Titulares, o las mayorías de Titulares que correspondan en cada caso, puedan oportunamente resolver; (c) citar a la asamblea de Titulares, en los casos que lo considere oportuno o conveniente para la defensa de los intereses de éstos o, cuando de acuerdo al presente Contrato corresponda; (d) ejecutar, en nombre de los Titulares, los actos jurídicos que disponga la Asamblea de Titulares o las mayorías de Titulares que correspondan, sin perjuicio de la facultad de la Entidad Representante de negarse a cumplir dicha resolución, de conformidad con lo establecido en la cláusula 9.5, literal (a) del presente Contrato; (e) solicitar cualquier tipo de información a la Entidad Registrante (según este término se define en el Fideicomiso) relacionada con la presente emisión.

Desde ya los Titulares y el Emisor exoneran de responsabilidad a la Entidad Representante por los resultados de su gestión, así como por la realización de cualquier medida tendiente a proteger los derechos de los Titulares, salvo los casos de dolo o culpa grave (art. 464, ley Nº 16.060).

La Entidad Representante podrá consultar con sus asesores cualquier medida a tomar al amparo de este Contrato, y el informe de tales asesores será suficiente respaldo de la decisión que pueda tomar la Entidad Representante a los efectos de dejar a salvo su responsabilidad, salvo dolo o culpa grave.

La Entidad Representante no es responsable por el contenido y alcance del Fideicomiso, de los Valores, ni de sus garantías, ni de los créditos cedidos al Fideicomiso. La Entidad Representante no estará obligada a cumplir ninguna instrucción, orden o resolución de los Titulares, conforme a lo dispuesto en este Contrato si no se le adelantan los fondos o se le proporcionan las garantías suficientes para cubrir todos los gastos, tributos y responsabilidades que deba asumir, pudiendo en todo caso deducirlos de los pagos que efectúe el Emisor y sin perjuicio de la obligación de éste de cubrirlos en su totalidad.

La Entidad Representante actuando a nombre propio y en representación de los Titulares y sin requerir permiso ni autorización de los Titulares podrá en cualquier momento acordar y otorgar con el Emisor las modificaciones al presente Contrato de Entidad Representante que estime pertinente, con alguno o algunos de los siguientes propósitos: (a) agregar obligaciones o restricciones o declaraciones del Emisor que sirvan de protección adicional a los Titulares; (b) aclarar cualquier ambigüedad o disposición dudosa contenida en este Contrato, sus modificaciones o en los Valores; (c) modificar cualquier disposición del presente Contrato de carácter formal o técnico que, a su juicio, no resulte perjudicial para los intereses de los Titulares o para corregir un error manifiesto. Toda modificación deberá ser inmediatamente comunicada a las bolsas de valores en las cuales los Valores coticen, al BCU de acuerdo a la normativa correspondiente y a los Titulares (a opción de la Entidad Representante, en el domicilio declarado por cada Titular ante EF AFISA como entidad registrante, o mediante publicación en dos diarios de amplia circulación en la capital, por tres días consecutivos indicando que existe documentación a su disposición). La publicación no indicará ni el contenido ni alcance de las modificaciones.

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

III. OBJETIVO Y CARACTERÍSTICAS DE LA INVERSIÓN

OBJETIVO

El objetivo general del presente Fideicomiso es desarrollar en forma sustentable un proyecto para la plantación de bosques de Eucalyptus para comercializar su madera en el mercado uruguayo e internacional, aprovechando las ventajas comparativas de la silvicultura en la región.

Se trata de estructurar una opción atractiva de inversión a largo plazo respaldada por un activo tangible que aumenta de valor y desarrollada mediante un plan forestal gestionado.

El Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay 2 tiene como objetivo proveer a los inversores razonables retornos a largo plazo, logrados a través de la valorización del activo en plantaciones forestales, siguiendo los máximos estándares productivos, ambientales y sociales. Todas las plantaciones serán certificadas con la norma FSC y el proyecto prevé la venta de Bonos de Carbono.

Los valores que se promueven en este proyecto son: garantizar la seguridad a los inversores; excelencia en el desempeño; responsabilidad y respeto en todas las dimensiones de lo que hacemos; la confianza y la ética como la base del desarrollo.

La finalidad de la administración del Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay 2 es:

i. Producir madera para el mercado de aserrío y para pulpa, optimizando los recursos forestales y la tierra, y ampliando a otros usos alternativos.

ii. Promover un esquema y manejo integrador al ecosistema y ambiente de la zona.

iii. Trabajar y conducir operaciones en forma responsable con la sociedad y en estricto cumplimiento de las regulaciones laborales y empresariales

Conforme a lo mencionado, el desarrollo del emprendimiento forestal gestionado comienza con la adquisición de tierras, sigue con la plantación de los árboles y culmina con producción y comercialización de madera sólida y madera con destino a pulpa.

En virtud del alcance del proyecto, se estima una inversión con duración aproximada de 19 años.

Las principales características del proyecto son:

- Administración a cargo de Agroempresa Forestal, una compañía líder en la prestación de servicios forestales, con más de 13 años de experiencia en el mercado local.

- Estructurar una opción de inversión de razonable rentabilidad a largo plazo, respaldada por el retorno de las operaciones inmobiliarias y forestales.

- Adquisición y/o arrendamiento de aproximadamente 14.000 hectáreas de campo, de las cuales se forestarán aproximadamente 7.800 (62% de aprovechamiento estimado). Para la compra y/o arrendamiento, se seleccionarán propiedades que según sus características de ubicación y recursos (suelo, infraestructura, etc.) ofrezcan la opción de mayor rentabilidad.

- Ubicación del proyecto se concentrará preferentemente en el centro-este del país: en el norte de Florida, Cerro Largo, Rocha, Treinta y Tres y Lavalleja, por ser una zona de gran potencial para la explotación forestal.

- Establecer una plantación eficiente y de alta calidad de las especies Eucalyptus Grandis (65% aproximadamente) y Eucalyptus Dunnii (35% aproximadamente). Con la plantación de las dos especies se busca: a) diversificación biológica, especies con diferentes curvas de crecimiento y por tanto distinta susceptibilidad a enfermedades, pestes, etc. y b) diversificación comercial, la venta de madera y el margen está dividido casi en iguales proporciones en los dos destinos de la madera -sólida y para celulosa-.

- Proyección de una cosecha total de 3.5 millones de m^3: tres cuartas partes del volumen para la producción de pulpa, y el resto para aserrado. No obstante, más de la mitad del margen por ventas de madera proviene de la madera de alto valor. Respecto al ingreso por ventas total estimado, un 78% corresponde a venta de madera, 20% a la venta de la tierra al final del proyecto, y menos del 1,5 % a ingresos por venta de bonos de carbono y pastoreo.

- La inversión tiene variadas ventajas como ser: interesante relación retorno-riesgo; limitada volatilidad; baja correlación con activos tradicionales; cobertura contra la inflación; inversión en activos reales; ventajas impositivas y flujo de caja predecible y activo con alta flexibilidad al momento de venta.

OPORTUNIDADES Y FORTALEZAS DEL PROYECTO

- Oportunidades del mercado forestal

Los productos forestales aumentan de valor por, la demanda mundial debido a cambios demográficos (aumento del 40% en la población al 2050) y al crecimiento económico, particularmente, en las economías en desarrollo.

Las regulaciones ambientales cada vez más estrictas, excluirán áreas forestadas, en particular, los bosques nativos.

Aprovechamiento del crecimiento en el uso de energías renovables a partir de biomasas forestales y del aumento en los precios de la madera a tasas superiores a la inflación.

- Oportunidades de la forestación en Uruguay

Se trata de un sector de importante crecimiento en la plantación e industrialización. Existe casi un millón de hectáreas forestadas en el país, siendo los fondos institucionales extranjeros, los principales inversores en este tipo de emprendimientos.

Seguridad comercial secundada por el fácil acceso a los principales mercados y variadas opciones de comercialización.

Ventajas naturales del país, como ser, elevadas tasas de crecimiento biológico en los árboles.

Elevada presencia de los fondos institucionales en el sector forestal en América Latina. De hecho Uruguay es el segundo destino después de Brasil, en lo que respecta a inversiones forestales de fondos norteamericanos. La superficie plantada en Uruguay por parte de los fondos superaba las 250.000 hectáreas en el año 2009.

Un marco impositivo favorable para las explotaciones forestales y, en particular, para la producción de madera sólida.

Posibilidades de mejora en la infraestructura y logística en el mediano plazo que aumentarían los márgenes.

La instrumentación del proyecto mediante un fideicomiso, figura jurídica ideal para este tipo de inversiones.

MONTO DE LA INVERSIÓN

El proyecto de plantación forestal de Bosques del Uruguay 2 demandará un aporte de capital de 70 millones para cubrir la inversión y los costos operativos hasta el año 9.

La siguiente tabla muestra, en términos porcentuales, el uso que se le dará al total de la inversión:

Componentes de la Inversión del Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay 2

	Miles de USD	%
Tierra y activo Fijo	46.900	67%
Costos de producción	6.406	9%
Implantación de bosques	11.275	16%
Administración (Año 1 al 9)	6.184	9%
Impuesto Patrimonio	462	1%
Costos certificados carbono	333	0%
Costo Estructuración (Año 1 al 9)	1.624	2%
Otros	1.567	2%
Ingresos	(4.750)	-7%
TOTAL	70.000	

Por lo tanto, un 67% de la inversión corresponde a la compra de tierra, un 25% a la implantación y operación de los bosques hasta la primera cosecha en el año 2022; 9% corresponde administración, 1% al pago de impuestos, 2% costos de los certificados de carbono y estructuración, netos de los ingresos generados en los primeros 9 años.

IV. PLAN DE NEGOCIO DEL PROYECTO

1. UBICACIÓN DEL PROYECTO

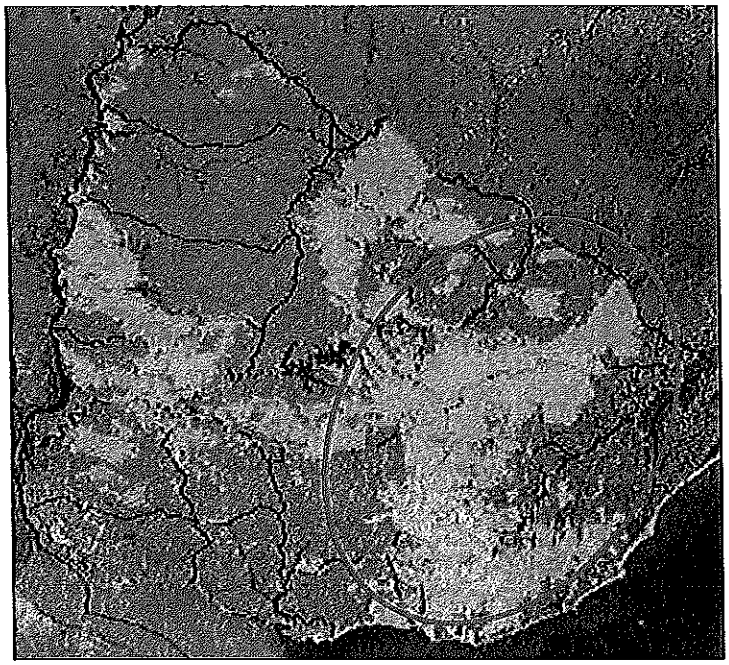
Para optimizar la gestión del emprendimiento forestal, el Administrador procederá a valorar de modo conjunto, los siguientes recursos:

(i) La prioridad forestal de los campos y tierras;
(ii) La accesibilidad vial y administración logística;
(iii) La accesibilidad comercial y el potencial rendimiento en usos industriales (por nueva instalaciones de industrias).

Atendiendo las mencionadas variables, se desprende que la compra o arrendamiento de los campos forestales se concentrará en la zona centro-este del territorio. Se precisa que, por razones de mayor disponibilidad, el Administrador optará preferentemente por campos dentro de los grupos de suelos con índice Coneat 2 y 8.

- **Grupo suelos Coneat 2**- Se ubican en una franja irregular que va en dirección sudoeste – noreste desde Piriápolis (Maldonado), pasa por Lavalleja, Treinta y Tres hasta Cerro Largo. El paisaje es de sierras, con afloramientos rocosos de densidad variable y colinas.
- **Grupo Suelos Coneat 8**- Agrupa a las asociaciones de suelos de texturas arenosas y fertilidad baja, aunque superior a los suelos de la Zona 7, con mayores posibilidades agrícolas y en general menos profundas que aquellos. El material geológico esta formado por areniscas de las formaciones Devónicas y San Gregorio-Tres Islas, o materiales arenosos depositados sobre esas formaciones. El uso principal es la ganadería de cría y de ciclo completo. La vegetación es de pradera estival con pocas especies finas y de baja producción invernal.

Mapa de suelos con prioridad forestal y regiones donde se ubicarán los campos de Bosques del Uruguay



En cuanto al acceso y logística de transporte, se buscarán campos con aptitud para plantar las especies del proyecto, con el objetivo que la distancia promedio no supere los 270 km. Es menester destacar que la zona este, es una región con altas probabilidades de instalación de nuevas industrias de aserrado y de mejoras en la infraestructura ferroviaria.

Aunque la región antes mencionada es la que ofrece mayor oferta de tierras para forestar, existen otras zonas donde se puede lograr un excelente crecimiento para los árboles y que podrían ofrecer campos ya forestados. Este es el caso de Rivera y Tacuarembó, que serán considerados como posibles localizaciones en caso de existir ofertas concretas de bosques a la venta en una escala adecuada para el proyecto.

2. ESPECIES A PLANTAR

El modelo silvícola que se ha decidido adoptar, se asienta en la plantación del género Eucalyptus especies dunnii y grandis o sus subespecies.

Haciendo referencia al género Eucalyptus, Uruguay está entre los cinco países con mayor área plantada en el mundo, detrás de India, Brasil, China y Australia. En la especie E.Grandis se habían plantado hasta el 2012 (DGF, MGAP) más de 247.000 hectáreas en el país, mientras que la de E. Dunnii supera las 80.000 hectáreas.

En algunas situaciones donde aplique mejor desde un punto de vista del lugar a plantar o del mercado podrá usarse Pinus Taeda en un porcentaje no superior al 50% del área.

Principales características del Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay 2

	Unidad	Valor
Superficie de campo adquirida	Hectáreas	13.200
Superficie de campo arrendada	Hectáreas	800
Superficie total de campo forestada	Hectáreas	8.680
Aprovechamiento de los Campos	%	62
Plantación de E. grandis	Hectáreas (%)	5.534 (64)
Plantación de E. dunnii	Hectáreas (%)	3.146 (36)
Tiempo a Cosecha Final		
E. grandis	Años	18
E. dunnii		9
P. taeda		20
Crecimiento Anual (IMA)		
E. grandis	M^3/ha/año	23.5
E. dunnii		21.9
P. taeda		17

Volumen Total Madera Producida		
Pulpa	Millones de m^3	2,6
Aserrado		1.00

(Datos estimados)

Eucalyptus grandis

Es la especie más plantada en áreas tropicales y subtropicales de cuatro continentes para uso industrial de madera. Se han llevado a cabo programas masivos en Sudáfrica y en Brasil y existen plantaciones comerciales en Angola, Argentina, India, Uruguay, Congo, Zambia y Zimbabue. En el pasado reciente, el principal uso de este árbol ha sido para madera sólida.

El clima en la distribución natural del eucalipto rosado es subtropical húmedo, con unas temperaturas mínimas promedio durante los meses más fríos de entre 2 y 10°C y unas temperaturas máximas promedio de cerca de 29°C durante los meses más calientes, y con precipitaciones promedio de 1020 y 1780 mm anuales. En cuanto a los usos, la albura del E. grandis es de un color rosado pálido y el duramen es de rojo claro a oscuro. La madera tiene una fibra recta, una textura tosca y es moderadamente fuerte. La madera del eucalipto rosado se usa para la construcción general, ensambladuras, entrepaños, la construcción de botes, pisos, postes para el alambrado, postes de cercas, etc. Como ventajas se puede destacar: rápido crecimiento del árbol, madera de dureza media, fácil para trabajarla, de buen color, de buen comportamiento, de muy buenas propiedades mecánicas (resistencia y elasticidad).

El plan de mejoramiento de *Eucalyptus grandis* en Uruguay comenzó en 1992, construyéndose la base genética de la primera generación con una amplia introducción de semillas de Australia y con una intensa selección local en plantaciones comerciales distribuidas en todo el país. En 1993, en convenio con empresas forestales, se instalaron 9 pruebas de progenie para evaluar dichos materiales en sitios representativos de las zonas de mayor aptitud para esta especie, y en ese año se instaló, en el predio de la Estación Experimental INIA Tacuarembó, un ensayo para prueba de progenies.

Eucalyptus dunnii

Esta especie también es origen australiano. Entre sus principales particularidades se encuentran su notable crecimiento en altura y el volumen en plantaciones de regiones con lluvias de 1000-1500 mm/año (presente en varios países con climas subtropicales y templados). Se ha demostrado que es el eucalipto de mayor resistencia al frío, tolerando heladas ligeras. Esta es una de las razones por las cuales se incluye en el proyecto para plantar en las zonas más bajas, donde la temperatura es menor. Otra ventaja es su rápido crecimiento, habiéndose registrado aumentos promedios de 20-50 m^3/año en varios países, con ciclos menores a 10 años. El principal uso es para pulpa, con lo cual las actividades de silvicultura son más sencillas.

Pino Taeda

Es una especie que está presente en forma natural en el Sur Este de Estados Unidos y que ha sido introducida en países como Argentina, Uruguay y Brasil.

Aunque posee gran plasticidad para adaptarse a distintas zonas, crece mejor con temperaturas de 2-15 °C en invierno, 24-26 °C en verano y precipitaciones mayores a 900 mm.

Tiene bajo requerimiento de fertilidad y puede crecer en suelos ácidos (ph 4,5-5,5) aunque requiere suelos bien drenados y con profundidad media a alta.

Tiene un mercado grande a nivel mundial con foco principal en madera aserrada, tableros laminados y papel para embalajes o diarios. En Uruguay, su mercado se divide entre las plantas de Playwood de Tacuarembó y los aserraderos que producen tablas para mercado doméstico. Dado que la oferta de pino es mayor que la demanda en Uruguay, en los últimos años ha comenzado a exportarse como troncos a Asia.

3. PRODUCCIÓN Y CICLO DE VIDA DE LA PLANTACIÓN

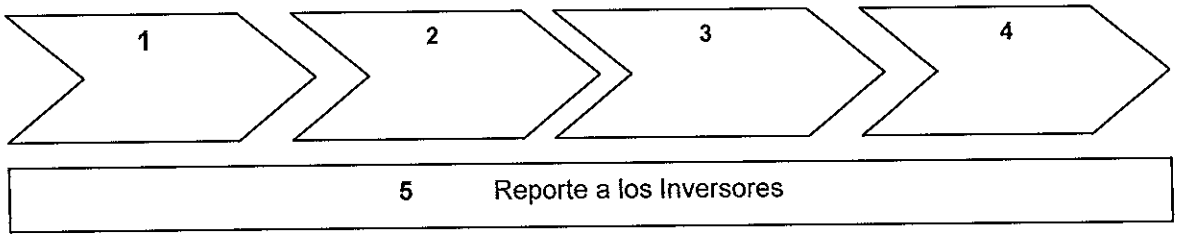
El ciclo de vida de los árboles es de 9 años para el E. dunnii y de 18 años para el E. grandis. Se asume que se realizará la compra de campos y plantación en 4 años y por tanto el proyecto tendrá una duración total estimada de 20 años (asumiendo que alguna plantaciones puedan venderse en pie al final del proyecto), con dos turnos para E. dunnii y un turno para E. grandis. Se planta en una proporción de aproximadamente 65-35% para grandis y dunnii respectivamente.

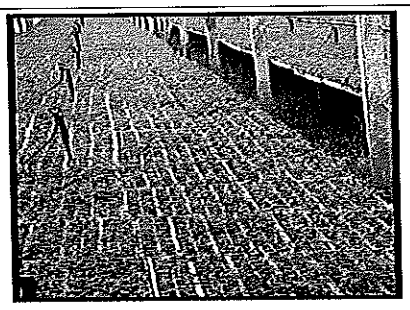
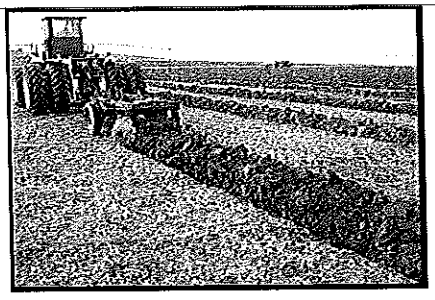
El manejo en ambas especies es bien diferente, comenzando con la elección de los suelos, hasta las técnicas de manejo y silvicultura, selección de material genético, cuidado de la plantación y trabajos de podas.

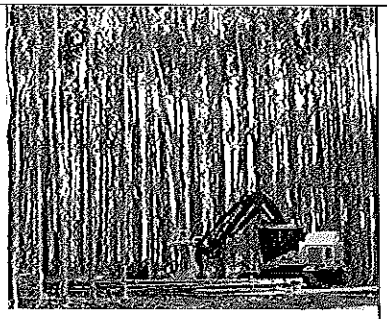
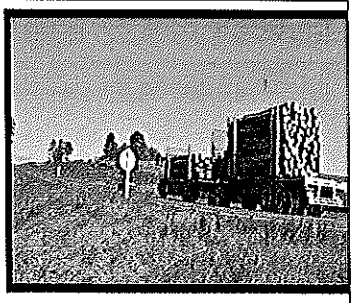
El proyecto prevé una cosecha de 3,6 millones de m^3 en total, siendo el 70% de madera celulosa o energía. Esta madera provendrá de las dos cosechas finales de E. dunnii, y de los raleos y parte de la cosecha final del E. grandis. La madera para aserrado surge del raleo en año 14 y de la cosecha final del E. grandis. Se estima un volumen de 395 m^3/ha en promedio considerando las dos cosechas del E. dunnii y de 423 m^3/ha para el E. grandis.

A continuación se describen las principales fases del proyecto.

Flujo de actividades físicas del proyecto



Año 0 y 1		
	Deben seleccionarse los lugares, esto implica identificar y adquirir aquellos con suelos apropiados, topografía, ubicación, etc. Se prepararan los plantines en vivero para luego plantarlos en el campo, se aplicarán los herbicidas y se hará la plantación y fertilización.	

Año 2		
	Se realizan aplicaciones de control de malezas y de hormigas.	
Año 3 a 9 y 14		
	La tasa de crecimiento aumenta, y se llevan adelante actividades de control y mantenimiento forestal. En el caso del Eucalyptus grandis se realizan raleos en el año 9 y año 14.	
Año 9 y 18		
	Cosecha final en el año 9 y en el año 18. Se realizan operaciones de manejo de rebrotes para el segundo ciclo en el caso del E. dunnii.	

4. SELECCIÓN DE LOS INMUEBLES RURALES

Teniendo como objetivo una inversión de aproximadamente 14.200 hectáreas de campo, para el proceso de selección, se estima que se listarán y evaluarán entre 55.000 y 110.000 hectáreas para la correcta valoración. Se espera la adquisición y/o arrendamiento entre 18 y 30 propiedades para desarrollar la inversión forestal.

El Administrador se encargará de la evaluación y selección de cada propiedad. Se impone por tanto la búsqueda de Inmuebles que tengan suelos de prioridad forestal y para cada oferta se valorará las siguientes condiciones:

- Al menos un 50% del total de los suelos del campo sean suelos de prioridad forestal
- Se recaba la información referente a:
    - Caminería;

- Infraestructura;
- Topografía;
- Suelos, presencia de afloramientos rocosos, textura y profundidad;
- Distancia a los clientes compradores de madera para celulosa (km);
- Distancia a los clientes compradores de aserradero/tableros (km);
- Cercanía al patrimonio de otras empresas (km);
- Cercanía a centros poblados (km).

- Con estos datos se carga un modelo que permite proyectar un flujo de caja y luego se calcula el precio de compra del campo.
- Si hay interés por comprar el campo se hace un análisis de un diseño de plantación.

Se ha planificado un plazo máximo de cuatro años para la compra y/o arrendamiento de todas las propiedades.

Si se diera la opción de contar con ofertas de propiedades muy atractivas pero que estén a más de 270 km de destino de procesamiento, podrá ser evaluadas siempre que se mantenga la tasa de retorno estimada.

Existe la posibilidad también de comprar campos ya forestados, siempre que se evalúe positivamente la forestación existente. Esto mejora además la distribución de los flujos esperados de cosecha, desconcentrándolos en el tiempo.

Será posible arrendar campos como forma de dotar al proyecto de una mayor flexibilidad para competir por tierras forestales. Esta posibilidad permitirá además apalancar la tasa de retorno del proyecto ya que reduce la inversión inicial para obtener un bosque.

El arrendamiento forestal puede considerarse como una subespecie del contrato de arrendamiento rural, donde una de las partes cede el uso y goce de un predio rural cuyo destino es la forestación, la cual se encuentra incluida dentro de la definición de actividad agraria como un tipo de producción vegetal con fines de comercialización o industria, y la otra parte se obliga a pagar un precio por dicho uso y goce, precio que podrá pagarse en dinero, frutos naturales o productos de la cosa.

El arrendamiento con destino forestación puede tener un plazo máximo de hasta 30 años, cuando el mismo se realice en "terrenos forestales" que son definidos por el artículo 5º de la Ley Nº 15.939 (Ley Forestal) como aquellos terrenos que arbolados o no:

a) Por sus condiciones de suelo, aptitud, clima, ubicación y demás características, sean inadecuados para cualquier otra explotación o destino de carácter permanente y provechoso;
b) Sean calificados como de prioridad forestal mediante resolución del Ministerio de Ganadería, Agricultura y Pesca.

Se definen como restricciones para esta modalidad de tenencia de la tierra, además de las que se fijaron para compra:

- Que la superficie arrendada no supere el 35% del proyecto.
- Que el plazo de arrendamiento esté acorde al plazo de cosecha final de los árboles.

5. PLANTACIÓN

La plantación se hará en los meses de primavera u otoño por un equipo dirigido por el Administrador. La densidad de plantación será de 1.333, 1.000 y 1.250 árboles por hectárea para E. dunnii, E. grandis y P. Taeda respectivamente.

Se contrata la producción de plantines a viveros reconocidos por su calidad. Las fuentes de semillas, para la producción de estos plantines, son seleccionadas en base a evaluaciones realizadas por instituciones o empresas uruguayas, las cuales aseguran su buena perfomance en la región. Los criterios de evaluación de los orígenes genéticos tienen en cuenta las características deseables para producción de madera sólida (por ejemplo: rectitud, densidad, producción/hectárea, sanidad).

Los costos de plantación proyectados fueron de US$ 1.264 y US$ 1.298 por hectárea para grandis y dunnii respectivamente.

Costos estimados de plantación para E. dunnii y E. grandis US$/ha

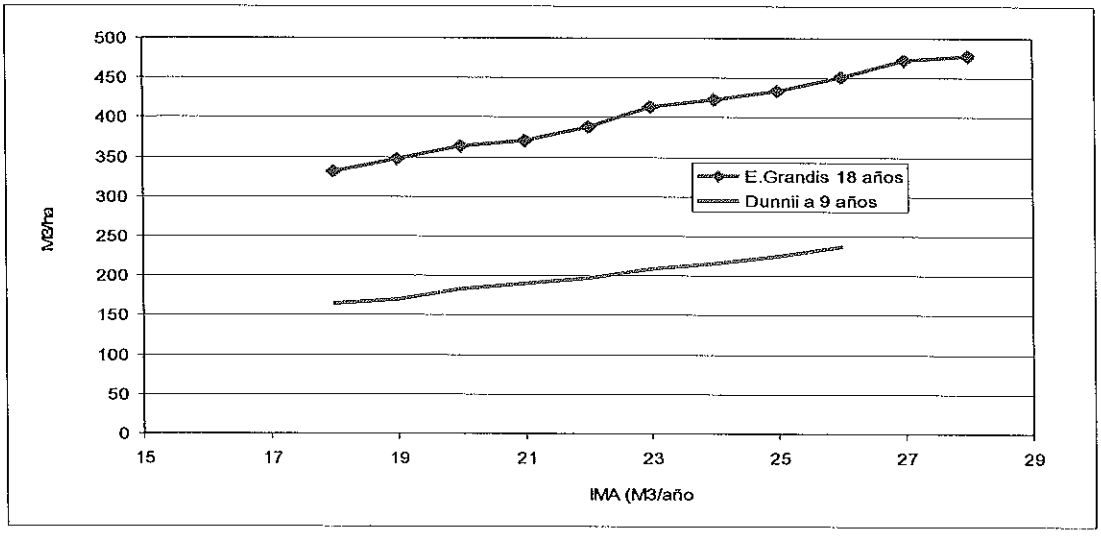
	E. dunnii	E. grandis
Laboreos (marcación del campo, subsolado, plantación, etc)	780	780
Herbicidas y Hormiguicidas	101	101
Fertilizante	60	60
Plantines	162	196
Otros	161	161
Total	1.264	1.298

6. CRECIMIENTO

Se han modelado curvas de crecimiento para ambas especies según diferentes Incrementos Medios Anuales (IMAs). En la tabla a continuación, se muestra un ejemplo de lo que arroja el software de modelación para E. grandis y E. dunnii a determinados IMAs. A grandes rasgos, el modelo calcula lo siguiente:

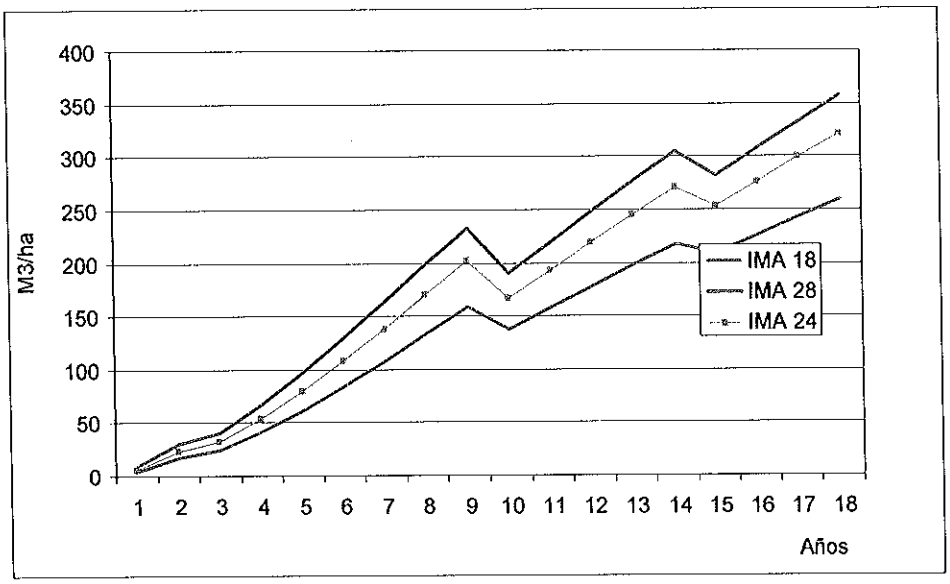
- E. dunnii: un aumento 1m^3 de crecimiento en el IMA implica 9 m^3 de aumento en la producción por hectárea.
- E. grandis: un aumento de 1m^3 de crecimiento en el IMA se traduce en 15 m^3 de aumento en la producción por hectárea.

Producción de madera para E. grandis y E. dunnii según diferentes IMAs

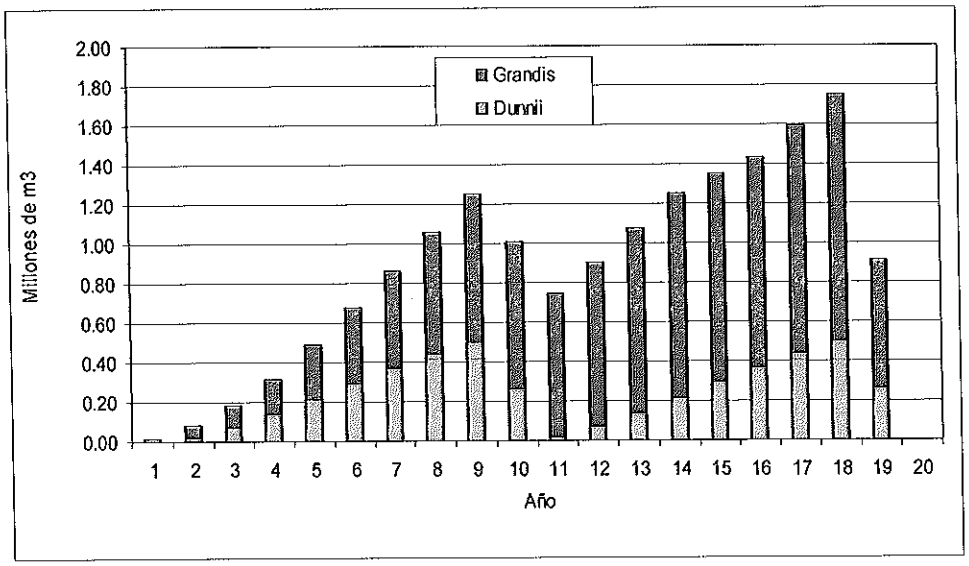


En el E. grandis el objetivo es lograr maderas sin defectos, sin nudos, con lo cual los raleos dejarán los mejores árboles, esto es los de mayor diámetro para el turno final. Se hará en este caso una silvicultura intensiva.

Evolución del volumen por hectárea para E. grandis según diferente IMA para Bosques del Uruguay



Evolución del volumen de madera acumulada a lo largo del proyecto Bosques del Uruguay según especie de Eucalyptus.



7. SILVICULTURA

Las plantaciones con destino a la producción de madera para aserrío requieren de una silvicultura más intensiva que aquellas destinadas a la producción de madera para pulpa de celulosa, ya que son necesarios varios tratamientos intermedios de poda y raleo a lo largo del turno del cultivo.

Estos tratamientos permiten cosechar trozas de mayor largo y diámetro con madera libre de nudos, aumentando por lo tanto el valor de la materia prima.

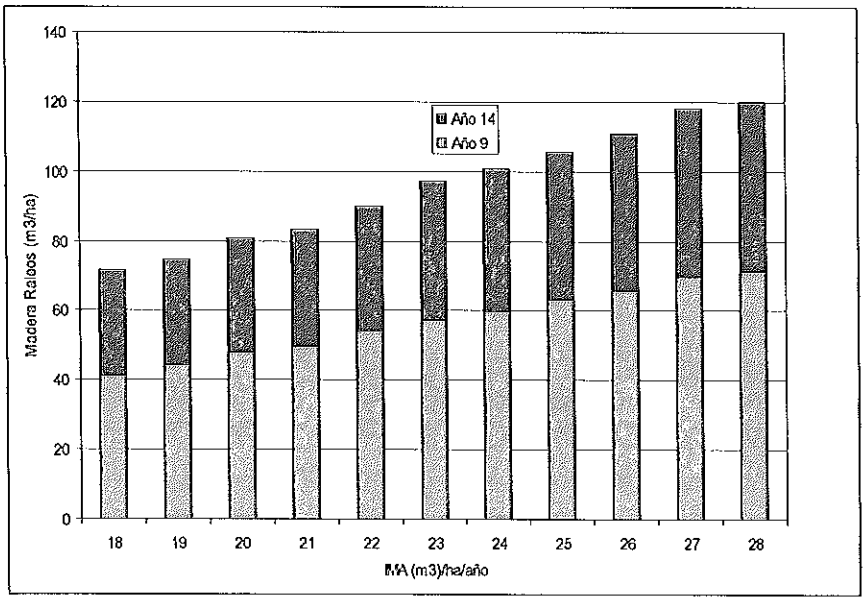
Año	E. dunnii	E. grandis
1	Control Malezas y hormigas	Control Malezas y hormigas
2		Raleo desecho, Poda Nº 1 hasta 2,5m – y control de Tocones
3		Poda Nº 2 hasta 4 m – 475 arb/ha
4		Poda Nº 3 - 6,5m – 475 arb/ha
5		Poda Nº 4 hasta 9m - 250arb/ha (incluye marcación)
9	Inventario Precosecha + Control de Hormigas	Control Tocones + Inv. Precosecha
10	Manejo de rebrotes + Control de Malezas	
18	Inventario Precosecha + Control de Hormigas	Control Tocones+ Inv. Precosecha

8. PODAS Y RALEOS

En el E. dunnii no se realizan actividades de poda y raleos, se termina con una densidad final de 1.177 árboles en el año 9.

Para el E. grandis se prevén 3 raleos (año 2, 9 y 14). En el raleo del grandis en el año 9 toda la producción es para pulpa. En el raleo del año 14, aproximadamente un tercio de la producción es madera para aserrío y el restante es para pulpa. Para el proyecto se usará un IMA de 23.5 m^3, lo cual arroja unos 100 m^3/ha de madera de raleos.

Madera producida en 2do y 3er raleo en E. grandis según diferentes IMAs



9. COSECHA FINAL

La cosecha o tala final es al año 9 en el caso del E. dunnii y al año 18 para el E. grandis. Considerando los IMAs del proyecto se estima un volumen de cosecha final 197 m^3 para el primero y de 322 m^3 para el segundo.

En ambos casos se realiza un inventario pre cosecha. En el E. dunnii se manejan rebrotes después de cosecha para el segundo ciclo. En esta etapa se realiza el control de rebrotes y de tocones en E. grandis.

10. REPORTES DEL ADMINISTRADOR

El Administrador tiene la obligación de proporcionar registros e informes precisos de todas las operaciones pertinentes al establecimiento, administración y mantenimiento del Bosque y, en particular, mantener un sistema de registro de la situación.

Se reporta en la siguiente forma:

- Mensualmente: Este es un reporte financiero mensual con facturas y gastos.
- Trimestralmente: Reporte operativo y comercial sobre las actividades trimestrales, comparando el desempeño real versus el Plan de Manejo y Presupuesto y, un informe con el detalle de la compra de agroquímicos, su precio y proveedor.
- Anualmente: informe operativo y comercial con el cierre de último trimestre.

11. ESTÁNDARES DE PROCESO

El Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay 2 operará siguiendo un Sistema de Gestión aplicado por el Administrador (certificado con las normas ISO 9001), con el cual se siguen procedimientos y manuales de trabajo. Asimismo, se buscará la certificación de los bosques con la norma Forest Stewarship Council (FSC).

El objetivo de gestión será llevar adelante una organización eficiente, con personal capacitado y estimulado, en cumplimiento de requisitos legales, controlando los impactos de situaciones indeseables, y en buenas relaciones con los clientes y la comunidad. Los siguientes documentos serán los asociados a los estándares del proceso.

i) Plan de Manejo de los Bosques (operativo y ambiental).
ii) Manuales de campo para proceder con labores.
iii) Presupuesto operativo anual.
iv) Normas de seguridad laboral.

12. RELACIÓN CON PROVEEDORES

Se consideran aquí los proveedores esenciales, esto es, aquellos que brindan un servicio el cual afecta directamente el cumplimiento y la calidad de los servicios prestados por el Administrador al Fideicomiso.

A modo de ejemplo, los proveedores esenciales brindan servicios como:

- Control de malezas,
- Plantación,
- Laboreo,
- Control de hormigas,
- Poda,
- Raleo y cosecha,

- Prevención y Control de Incendios,
- Armado de Proyectos,
- Soluciones en Cartografía,
- Inventarios,
- Implantación del Sistema de Gestión bajo las normas FSC.

(a) Selección de Proveedores

Para la selección de dichos proveedores algunos criterios a seguir son:

- Disponibilidad de maquinaria para el trabajo en cuestión.
- Estado de maquinaria (es recomendable inspeccionarla directamente).
- Referencias de otros lugares donde trabajó y que en lo posible sea más de uno (llamar a esos lugares).
- Situación financiera (deudas anteriores, tipo de tenencia de la maquinaria, si realiza otros trabajos fuera de el que va a hacer para el Administrador).
- Entrevista con más de un miembro del Administrador (ejemplo: Gerente Operaciones, Gerente General o Dirección)
- Compromisos actuales del contratista (qué otros trabajos está haciendo o ya se comprometió a hacer).

En base a estos parámetros se resuelve con la aprobación de Gerencia o Dirección.

(b) Evaluación de Proveedores

Las empresas son evaluadas de acuerdo a la planilla de evaluación de contratistas. Según sea su promedio anual de las evaluaciones mensuales se evalúa su continuidad como proveedores.

Además se tendrá en cuenta para estos proveedores:

- La idoneidad del personal.
- Los resultados de la encuesta de satisfacción del cliente.
- Los resultados de las auditorias internas.

Estas evaluaciones anuales se realizan en la Revisión por la Dirección y los resultados se cargan en la Lista de proveedores evaluados.

Para la evaluación de los *proveedores esenciales de armado de proyectos, soluciones en cartografía, inventarios e implantación del sistema de gestión bajo las normas FSC*, se tendrán en cuenta los siguientes elementos:

- Calidad de los trabajos;
- Cumple los requisitos pedidos;
- Prolijidad y claridad de informes/proyectos/cartografía;
- Entrega en tiempo de los trabajos;
- Resultados de la encuesta de satisfacción del cliente;
- Resultados de las auditorias internas.

(c) Documentación debida por los contratistas

Los criterios y la documentación de control podrán cambiar debido a cambios en la legislación o en la realidad donde se realice el trabajo y el administrador podrá proponer esos cambios al Comité de Vigilancia quien deberá dar su aprobación.

1. Los contratistas que trabajen por primera vez o que hayan interrumpido su trabajo con el Administrador deberán presentar, la documentación e información señaladas en los Puntos 4 y 5 siguientes, y obtener la aprobación del Administrador.
2. Los contratistas que se encuentren trabajando para el Administrador deberán proporcionar la documentación e información correspondiente al mes en curso.
3. La documentación e información proporcionada, en ambos casos, será examinada por el grupo evaluador del Administrador, y serán cotejadas con los resultados de las inspecciones de campo. En caso de que surjan observaciones, los contratistas, deberán rectificarlas para poder cobrar sus haberes del mes en curso.
4. Documentos a ser enviados por los contratistas al Administrador:

Documento	Periodicidad
Certificado DGI Vigente	Antes de comenzar trabajos y en cada renovación
Certificado BPS Vigente	Antes de comenzar trabajos y en cada renovación
Planilla de trabajo	Antes de comenzar trabajos y mensualmente en la fecha estipulada
Consulta de Actividad Activos y Pasivos	Antes de comenzar trabajos y mensualmente en la fecha estipulada
Pago de BPS mensual y cuatrimestral	Mensualmente si es Industria y Comercio y Cuatrimestralmente si es Rural.
Nóminas mensuales y cuatrimestrales	Mensualmente para Industria y Comercio y cuatrimestral para Rural
Recibos de sueldos	Mensualmente
Recibos liquidaciones por cese	Mensualmente si correspondiese
Recibos de aguinaldos, salarios vacacionales y licencias	Cuando corresponda
Carnet de Salud y Fotocopia de Cédula de Identidad	Antes de comenzar trabajos y mensualmente en la fecha estipulada si hubieran modificaciones o vencimientos.
Contratos de trabajo	Antes de comenzar trabajos y mensualmente cada vez que ingresa un

	nuevo operario
Pago de B.S.E. Vehículos. (Para vehículos con capacidad de transporte de más de 6 pasajeros se utiliza un seguro especial dependiendo del Dpto.).	Mensualmente o una vez en caso de que el pago haya sido anual y luego en cada renovación.
Pago de B.S.E. Funcionarios	Mensualmente siempre que corresponda seguro aparte.
Control diario de operarios	Mensualmente
Detalle del personal que trabajó para el Administrador. Especificando Nombre y Apellido, C.I. y Categoría	Mensualmente

5. Documentos que el contratista debe tener en el lugar de trabajo:

Documento	Observaciones
Planilla de trabajo	Actualizarla cuando hayan movimientos
Consulta de Actividad Activos y Pasivos	Actualizarla mensualmente
Carnet de Salud	Vigente de todos los funcionarios o certificación de que está en trámite
Cédulas de identidad	Vigente de todos los funcionarios, inclusive del capataz.
Libreta de propiedad del vehículo	Debe estar dentro del vehículo
Libreta de conducir del chofer	Debe estar en propiedad del chofer
Seguro del vehículo	Debe estar dentro del vehículo
Sucta o MTOP	Si lo requiere debe estar dentro del vehículo.

13. PLAN COMERCIAL

Los objetivos comerciales buscarán cerrar acuerdos comerciales para la venta de la madera optimizando lo máximo posible los precios y diversificación, con operadores reconocidos y seguros.

El Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay 2 tiene proyectado producir 3,6 millones de m^3 para comercializar:

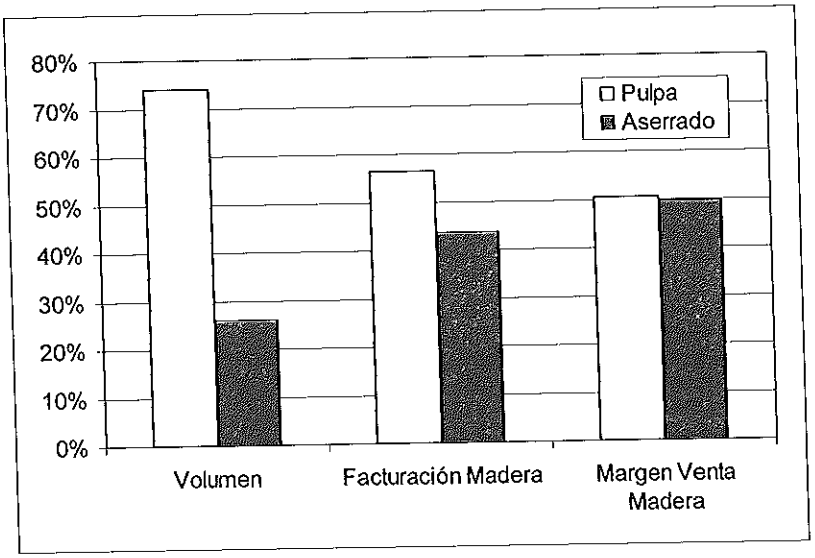
- 2,38 millones de m^3 de E. grandis; 1,26 millones de m^3 para E. dunnii.
- 2,63 millones de m^3 para pulpa y 1,05 millones para aserrado.

Producción de madera a comercializar :

	Grandis (m3/Ha)	Dunii (m3/Ha)		Total Proyecto (m3)	Por Ha proyecto (m3/Ha)
Pulpa	244	395		2,629,411	299
Aserrado	179			1,005,375	114
Total	423	395		3,634,786	413

El proyecto busca un perfil equilibrado en el mix de productos, esto es en la madera con destino a la producción de pulpa (triturado) o al procesamiento como madera sólida. En términos de volumen, las ¾ partes del proyecto tienen como destino la producción de pulpa. No obstante, si se observa en términos de facturación, esta proporción baja a un 56%, y si se toma en términos de aporte al margen, es mitad y mitad.

Participación de los diferentes usos de la madera de Bosques del Uruguay



Los ingresos por venta del proyecto provienen de la venta de madera, venta de la tierra al final del proyecto, ingresos por pastoreo, e ingresos por venta de certificados de carbono. A lo largo del ciclo del proyecto, la facturación proyectada sumará US$ 423 millones. El 73% de las ventas totales del proyecto corresponden a la venta de madera.

Las actividades en la venta de madera se darían en:

Año del Árbol	Actividad	Volumen Pulpa (m^3/hectárea)	Volumen Aserrado (m^3/hectárea)

9	Venta de raleo E. Grandis	60	
9	Cosecha E. dunnii	197	
14	Raleo de E. grandis	28	13
18	Cosecha de E. grandis	156	166
18	Cosecha E. dunnii	197	

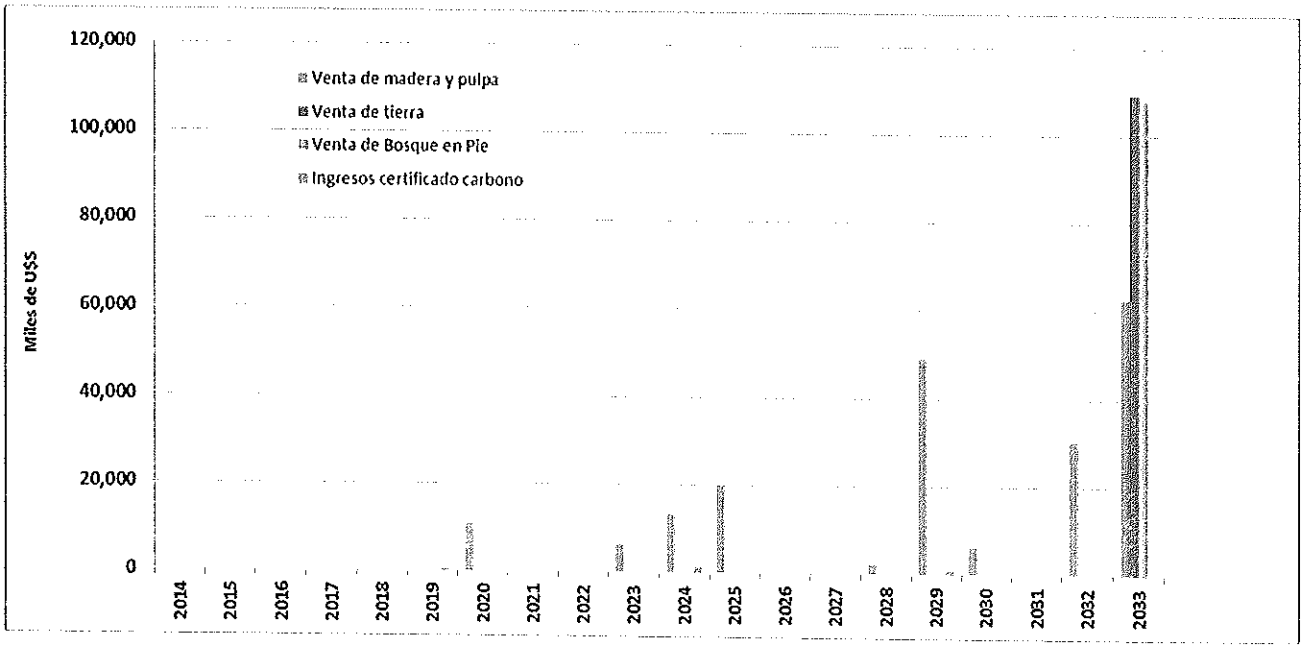
Respecto a los precios, se han tomado referencias de US$ 53 por m^3 para pulpa de dunnii, US$ 50 para pulpa de grandis, y una referencia de US$ 90 por m^3 para los rolos de grandis para Aserrado. Estas son referencias promedio puestas en destino y en caso de los rolos para aserrado refiere a los de más de 30 cm de diámetro.

Se toma como supuesto que estos valores tendrán un aumento del 1,5% acumulativo anual por encima de inflación. En los últimos diez años se ha observado una tendencia alcista de entre 5% y 6% anual tanto en los precios de la madera para pulpa como en los precios de rolos para madera sólida.

Para el pastoreo se toma un ingreso promedio por hectárea de US$ 13 por concepto de pastoreo que se proyecta realicen vecinos y otros ganaderos.

El proyecto está diseñado para que se haga la plantación en cuatro años, con lo cual habrá ventas en 10 años.

Ventas de Bosques del Uruguay



El punto de equilibro de los costos operativos se alcanza al terminar la primera tala del E. dunnii y segundo raleo del E. grandis (año 9 y 14).

Certificados de Reducción de Emisiones

Las plantaciones forestales secuestran CO_2 de la atmósfera contribuyendo así a disminuir el efecto invernadero. Es por este motivo que, diseñados de forma correcta, los proyectos forestales podrían ser elegibles a los Mecanismos de Desarrollo Limpio (MDL) establecidos por el Protocolo de Kyoto, y comercializar los créditos de carbono en el mercado regulado.

Por otro lado, existen los mercados voluntarios en los cuales organizaciones privadas o públicas tanto de países desarrollados como en desarrollo pueden compra VERs o créditos de carbono voluntarios. Estas reducciones de emisiones son verificadas mediante estándares independientes destacándose el VCS (Voluntary Carbon Standard) y el Gold Standard, los cuales poseen metodologías ampliamente reconocidas.

Los proyectos forestales donde el destino principal es la madera, a diferencia de los planteados para pulpa, tienen la ventaja de que el carbono es acumulado por más tiempo ya que una vez cortados los árboles, buena parte del mismo permanece en productos duraderos (muebles, casas, etc.).

El volumen de carbono secuestrado va evolucionando con el stock de madera en bosque y para el caso de Bosques del Uruguay se presenta una estimación de su evolución en la siguiente tabla (solo se considera el Eucalyptus grandis):

Año	Has Plantadas	Toneladas Secuestradas Acumuladas	Certificados Emitidos Toneladas
2014	403	0	
2015	1,410	3,154	
2016	1,732	23,326	
2017	806	73,470	
2018		146,718	
2019		238,553	119,276
2020		359,000	
2021		506,962	
2022		668,172	
2023		838,191	
2024		979,023	370,235
2025		1,033,292	
2026		1,050,073	
2027		1,132,799	
2028		1,278,123	
2029		1,400,568	210,772
2030		1,464,859	
2031		1,506,093	
2032		1,592,439	95,935

A modo de referencia podemos mencionar que los precios de los certificados de reducción de emisiones provenientes de proyectos forestales alcanzaron valores superiores a los 5

Euros por lo que su aporte influiría significativamente sobre el flujo de fondos del proyecto (precio esperado considerado es de 2 Euros).

Adicionalmente, la obtención de Certificados de Carbono constituye un reconocimiento social al impacto positivo del proyecto hacia el desarrollo sustentable de la región donde se realiza, generando mejoras sociales, económicas y medioambientales.

14. COSTOS OPERATIVOS

Se debe aclarar que, los costos operativos del Fideicomiso mencionados en este Prospecto, representan costos estimativos. Éstos representan únicamente una tentativa en la anticipación de los costos reales.

Por lo tanto, los costos reales estarán sujetos a rectificaciones en la medida que efectúen.

(a) Costos del Administrador Forestal

Las actividades del Administrador forestal incluyen exclusivamente:

(a) Ejecutar el Plan de Negocios, administrando los Bienes Fideicomitidos a tal fin.
(b) Seleccionar y analizar los Inmuebles a adquirir y llevar adelante las negociaciones para la adquisición de los mismos. Previo a realizar las compras, el Administrador deberá enviar al Comité de Vigilancia con al menos 5 Días Hábiles de anticipación a realizarse la compra, copia de los informes elaborados sobre el campo a adquirir.
(c) Gestionar, coordinar, controlar y contratar las actividades con las empresas tercerizadas, siendo de cargo del Fideicomiso los costos por la contratación de éstas, de conformidad con lo dispuesto en la Cláusula 34.
(d) Comercializar la madera resultante de las plantaciones que se realicen en los Inmuebles.
(e) Llevar adelante otras negociaciones y actividades para el manejo de la explotación forestal, incluyendo el otorgamiento de predios en pastoreo.
(f) Preparación y coordinación para la certificación de los bosques (por ejemplo: bajo el estándar FSC).
(g) Preparación de los reportes mensuales, trimestrales y anuales detallados en el Plan de Negocios.
(h) Llevar adelante todas las tareas necesarias para el relacionamiento con el entorno en donde se encuentran localizados los Inmuebles.
(i) Negociar los contratos que sean necesarios con los proveedores.
(j) Realizar los controles de ejecución y calidad de los proveedores y terceros que se contraten para desarrollar las actividades.
(k) Exigir y cumplir con todas las normativas, leyes, y obligaciones pertinentes al sector y al país.
(l) Recorrer los Inmuebles para definir técnicas que aseguren el estado sanitario de los Bosques.
(m) Planificar y dirigir la prevención y combate de incendios.
(n) Percibir de los Deudores cualquier suma que éstos deban abonar al Fideicomiso. A estos efectos, el Administrador podrá iniciar las acciones que sean necesarias para reclamar dichos pagos.
(o) Realizar pagos a cualquier acreedor del Fideicomiso, utilizando a tal fin los fondos que se transfieran a la Cuenta Operativa de acuerdo a lo que se establece en el presente Contrato. El Administrador tendrá acceso a los saldos y movimientos de las Cuentas, pero únicamente tendrá facultades para girar sobre los fondos depositados en la Cuenta Operativa.
(p) Realizar todas las compras y contrataciones que resulten necesarias a fin de ejecutar el Plan de Negocios.
(q) Confeccionar el presupuesto anual del Fideicomiso de acuerdo al Plan de Negocios (el

"Presupuesto"), el cual deberá ser puesto a disposición del Fiduciario y de los Titulares antes de los 15 Días Hábiles del comienzo de cada Ejercicio Anual de que se trate. El Presupuesto deberá estimar los costos, gastos y demás pagos que deba realizar el Administrador en virtud de la administración de los Bienes Fideicomitidos durante el período presupuestado, en todos los casos indicando su relación y grado de cumplimiento con el Plan de Negocios, así como toda otra información que el Administrador o el Fiduciario estimen relevante. El Presupuesto indicará el monto a ser depositado por el Fiduciario en la Cuenta Operativa que se estime necesario para el cumplimiento del Plan de Negocios durante el período abarcado por el Presupuesto de que se trate.

(r) Elaborar los informes trimestrales de gestión de acuerdo a la Cláusula 33 de este Contrato, en el cual se indique el desarrollo del programa de inversiones como así también cualquier información que pudiera resultar relevante a los Beneficiarios. Asimismo deberá informar al Fiduciario inmediatamente de ocurrido cualquier hecho o acto relacionado con la ejecución del Plan de Negocios que pudiera incidir considerablemente en la inversión realizada por los Titulares.

(s) Elaborar reportes trimestrales al Comité de Vigilancia, informando sobre las compras de agroquímicos detallándose: los precios de los mismos, su comparación con otras opciones del mercado y el proveedor.

(t) Determinar al finalizar cada Cierre de Ejercicio los Fondos Netos Distribuibles e informarlo al Fiduciario para efectuar los pagos que correspondan.

(u) Proponer a la Asamblea de Titulares la venta anticipada, de parte o el total de los Activos, en casos que entienda que exista una oportunidad que pueda resultar atractiva para los Titulares.

Las anteriores actividades enumeradas taxativamente quedan absorbidas dentro de la retribución del Administrador. Los demás costos serán de cargo exclusivo del Fideicomiso.

Para la retribución del Administrador, en primer lugar se establece un pago anual fijo equivalente al 1% del monto emitido, que de emitirse por el máximo correspondería a de US$ 700.000 (setecientos mil), los cuales se multiplicarán por los siguientes coeficientes que toman en cuenta la intensidad de actividades durante ciclo forestal; estableciéndose que dicho monto, luego de ser ajustado por la paramétrica no podrá ser mayor al 1,5% del valor del monto resultante de la valuación anual del Fideicomiso, excepto durante los años de integración del capital:

AÑO	COEFICIENTE
1	1
2	1.5
3	1.5
4	1.5
5	1
6	1
7	0.5
8	0.5
9	1.5
10	1
11	1
12	0.5
13	0.5
14	1
15	1
16	0.5
17	0.5
18	1.5
19	1.5
20	1

Esta retribución se ajustará asimismo, cada año, según una paramétrica que incluye: precio del dólar billete interbancario, precio del gasoil, Índice Medio de Salarios e Índice de Precios al Consumo (IPC) anual; estableciéndose que dicho monto, luego de ser ajustado por la paramétrica, exceptuando los años de integración del capital, no podrá ser mayor al 1,5% del valor del monto resultante de la valuación anual del Fideicomiso.

Paramétrica = 0.6 * Variación IMS + 0.17 * Variación del precio del gasoil + 0.17 * Variación del IPC + 0.06 * Variación del dólar.

En segundo lugar, se establece una compensación por desempeño ("performance fee"), en caso que la Tasa de Retorno (TIR) del proyecto sea superior al 8%, percibiendo el Administrador un 12% del retorno adicional, la cual será calculada por el Fiduciario.

(b) Costos de Silvicultura

Se han incluido en este componente todas las tareas silvícolas detalladas en el capítulo de producción (control de hormigas, raleos, podas, inventarios pre cosecha, etc.). En E. dunnii es en el año 1 y 9, mientras que en E. grandis las actividades son del año 1 al 5 y en el 9 y 18. Los costos de las actividades silvícolas han sido estimados siguiendo un Plan de Manejo de Bosques del Uruguay y a costos del mercado.

(c) Costos de Mantenimiento

Los costos de mantenimiento suman un total de US$ 40,5 por hectárea por año con el siguiente desglose:

- Prevención y Combate de Incendios): 15
- Seguros: 15

- Mantenimiento de alambrados/casas: 5
- Inventarios y certificación FSC: 3.5

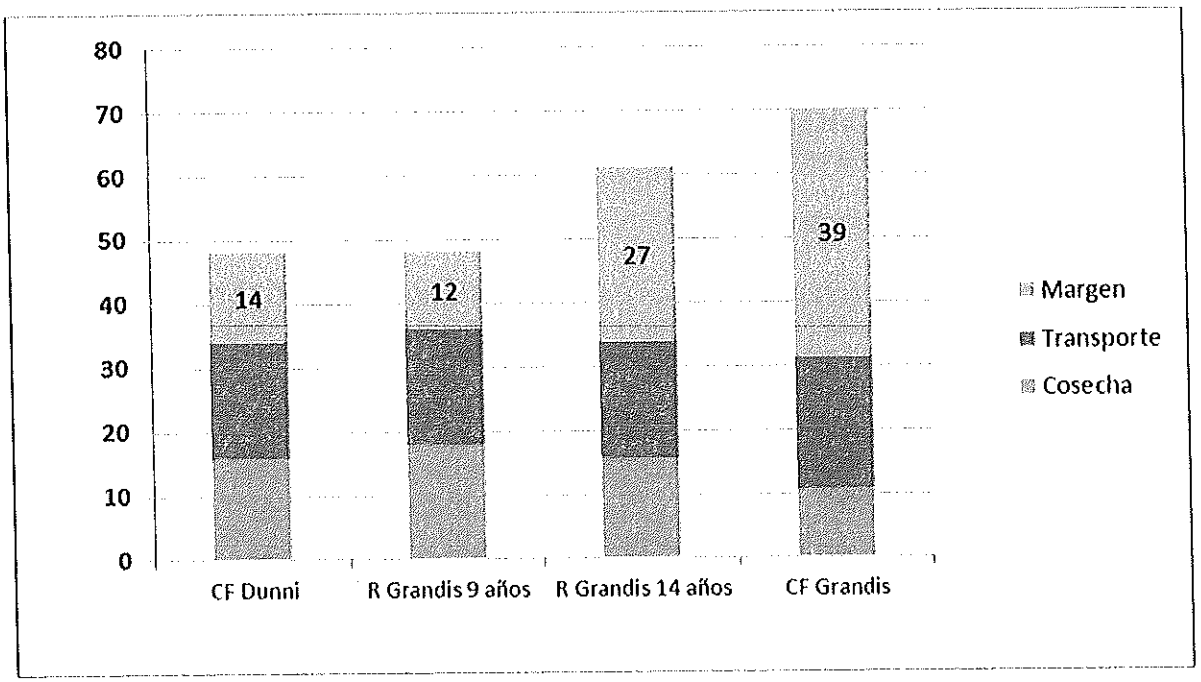
(d) Costos de Cosecha y Transporte

Se ha considerado el costo de cosecha y caminería por un lado y el costo de transporte por otro. Ambos son muy importantes en el rubro forestal. Los siguientes valores son los modelados (US$/m^3):

Raleos y Cosecha Final	E. dunnii	E. grandis
Raleo Año 9		18
Raleo Año 14		15.75
Cosecha Final	16	10.9
Transporte (270 km)	18	23

Es decir que el costo de cosecha y transporte representa un 70% del precio final en el caso de la cosecha final del E. dunnii y un 35% en la cosecha final del E. grandis (en este último el precio ponderado es mejor ya que hay mitad de la producción con destino aserrado).

Costos de cosecha y transporte en relación al precio de venta



V. AUTORIZACIONES PREVIAS

El Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay 2 solicitará tres autorizaciones para llevar adelante el Plan de Negocios: ante el Poder Ejecutivo, la Dirección General Forestal (DGF) del MGAP y la Dirección Nacional de Medio Ambiente (DINAMA).

1. PODER EJECUTIVO

De acuerdo a la Ley 18.092 y su Decreto Reglamentario 225/007 y modificativos posteriores, se establece que podrán ser titulares del derecho de propiedad sobre inmuebles rurales y sobre explotaciones agropecuarias, con previa autorización del Poder Ejecutivo, los fiduciarios de fideicomisos financieros comprendidos en la Ley 17.703 cuyo capital esté representado mayoritariamente por títulos que se hayan integrado mediante procedimientos de oferta pública en la Bolsa de Valores.

El procedimiento comienza mediante la presentación de la solicitud ante la Comisión Asesora del Poder Ejecutivo (Ley No. 18.092), la cuál asesorará al Poder Ejecutivo tanto en lo relativo al otorgamiento de las autorizaciones, como en el posterior cumplimiento de los requisitos asociados a las mismas.

La autorización del Poder Ejecutivo indicará los inmuebles rurales concretos que comprende, y se deberá volver a solicitar cada vez que se aumente la superficie de tenencia o se sustituyan inmuebles. Una vez obtenida la primera autorización, posteriormente existe un régimen de autorización ficta si pasados 30 días el Poder Ejecutivo no se expide.

Una vez efectuada la emisión por oferta pública de los Valores, se procederá a efectuar la primera solicitud de autorización al Poder Ejecutivo indicando los campos que en ese momento se esté en condiciones de adquirir.

En caso de no obtenerse la mencionada autorización en un plazo de un año desde presentada la solicitud correspondiente, y previa resolución de una Mayoría Especial de Titulares, el Fideicomiso se extinguirá según lo dispuesto en la Cláusula 22 del Contrato, devolviéndose los fondos existentes a los Fideicomitentes.

2. DIRECCIÓN FORESTAL DEL MGAP

Para beneficiarse del tratamiento especial para la forestación, debe presentarse el proyecto forestal respecto a los padrones a plantarse. Se describe el plan forestal, y se otorga la aprobación como proyecto forestal, bosque de rendimiento.

En forma sucinta debe presentarse información referente a[1]:

- Datos de la empresa:
  - Titular, departamento, sección judicial y policial, zona, fotos aéreas, certificados notariales.
- Forestación
  - Superficie a forestar (discriminada por padrón), superficie efectiva de plantación, información sobre suelos donde se instalará el bosque, material geológico, drenaje, perfiles de suelos, análisis de suelos, finalidad de la

[1] El formulario completo puede verse en: http://www.mgap.gub.uy/Forestal/InstructivoAprobacionplan.doc

plantación, especies elegidas, procedencia de las plantas o semillas, plan de forestación.

- Manejo
  - Detalle de los trabajos para la plantación y posteriores trabajos culturales hasta la corta final., producción de madera esperada, rendimientos, productos y raleos, planos de padrones, y mapa de suelos.
- Evaluación económica
  - Este ítem será necesario, sólo en caso de solicitar crédito ante el BROU. En ese caso, se agrega detalle de inversiones, análisis de ingresos y gastos, presupuesto anual, rentabilidad.
- Plan de prevención de Incendios.
  - Presentar un plan que se ajuste a los Decretos 849/88, 188/02 y Resolución de la Dirección General Forestal de fecha 4 de julio de 2002

La duración para gestionar y contar con la autorización ante el MGAP es de 3 meses aproximadamente.

En caso que no se obtenga autorización para plantar de parte del MGAP en el plazo de tres años de realizada la Emisión, y siempre que previamente así lo resuelva una Mayoría Especial de Titulares, el Fideicomiso se extinguirá según lo dispuesto en la Cláusula 22 del Contrato, devolviéndose los fondos existentes a los Fideicomitentes.

3. DIRECCIÓN NACIONAL DE MEDIO AMBIENTE (DINAMA)

En el Decreto 349/005, de setiembre de 2005, se establece que todas las forestaciones nuevas de más de 100 (cien) hectáreas deben contar con Autorización Ambiental Previa (AAP) expedida por la Dirección Nacional de Medio Ambiente (DINAMA) del Ministerio de Vivienda, Ordenamiento Territorial y Medio Ambiente (MVOTMA).

Una vez aprobado el proyecto por la DGF se debe presentar a la DINAMA la Comunicación de Proyecto a efectos de que dicha oficina emita la Autorización Ambiental Previa. Los proyectos evaluados por DINAMA pueden calificarse en un rango de A a C. A los calificados como A se les concede la AAP en forma directa, los de categoría B o C requeriría de un estudio ambiental previo, el cual debería tener alcance sectorial o completo respectivamente.

La duración de este proceso es de 2 meses aproximadamente.

En caso que no se obtenga autorización para plantar de parte de DINAMA en el plazo de tres años de realizada la Emisión, y siempre que previamente así lo resuelva una Mayoría Especial de Titulares, el Fideicomiso se extinguirá según lo dispuesto en la Cláusula 22 del Contrato, devolviéndose los fondos existentes a los Fideicomitentes.

LAS PROYECCIONES Y ESTIMACIONES DE RETORNO ESPERADO SE REALIZAN A SIMPLES EFECTOS INDICATIVOS, SIN QUE SIGNIFIQUEN UNA ASUNCIÓN DE RESPONSABILIDAD DE PARTE DEL FIDUCIARIO, EL ADMINISTRADOR U OTROS TERCEROS, POR EL CUMPLIMIENTO DE LAS MISMAS. EL INVERSOR DEBERÁ REALIZAR SU PROPIO ANÁLISIS Y PROYECCIONES DEL NEGOCIO, TASAS DE RETORNO Y DEL PROYECTO EN GENERAL.

1. ANTECEDENTES Y SUPUESTOS DE PROYECCIONES

Para realizar el cálculo de los indicadores de rentabilidad del proyecto, se definió un horizonte explícito de proyección igual a la duración del fideicomiso, 21 años (2014-2034).

Como tasa de descuento de los flujos de fondos, se consideró una Tasa de Retorno Requerida de mercado para proyectos forestales similares, la que se sitúa en 7,5%.

Se supuso que el valor terminal de los flujos de fondos del proyecto en el período implícito de proyección es nulo, liquidándose los activos netos del Fideicomiso en el año 21.

Las cifras de ingresos y egresos se presentan en los puntos siguientes.

Los Estados Contables proyectados se presentan expresados en dólares norteamericanos. Las variables del modelo se presentan a valores corrientes, ajustadas por la inflación en dólares prevista.

2. PROYECCIONES DE INGRESOS Y COSTOS

Los ingresos del proyecto provienen de las siguientes fuentes:

- Venta de la madera
- Venta de tierra
- Venta de Certificados de Carbono
- Pastoreos

Contablemente se registra el crecimiento de los bosques de acuerdo a la Norma Internacional de Contabilidad N° 41 – Agricultura.

Las ventas de madera previstas surgen de las siguientes actividades:

- Plantación de Eucalyptus Dunnii:
    - Destino: madera para pulpa
    - 3.146 has. Plantadas
    - Dos turnos de plantación (año 9 y 18)
- Plantación de Eucalyptus Grandis:
    - Destino: 58% de madera para pulpa y 42% madera para aserrado

- 5.534 has. Plantadas
- Dos raleos comerciales (año 9 y 14)
- Cosecha en el año 18

Para ello se supuso la compra de campos a forestar, la compra de campos forestados con Dunnis y Grandis de entre 3 y 4 años de edad, así como el arrendamiento de campo a forestar, con un aprovechamiento del 62% de las hectáreas totales, en cada uno.

Se han tomado los siguientes precios base (puestos en planta):

- Dunnii – Pulpa US$/$m^3$ 53
- Grandis
  - Pulpa US$/$m^3$ 50
  - Aserrado US$/$m^3$ 90
- Pastoreo – US$ 13 por hectárea total

Se consideró un crecimiento real anual del 1,5% sobre el precio base de la madera.

El precio de la tierra se fijó en US$ 3.200 por hectárea, con US$ 90 de gastos y un crecimiento real anual del 3%.

Los costos operativos se proyectaron tal como se presenta en el punto 7 de este documento, ajustados por la inflación en dólares prevista.

Se calculó un impuesto a la renta equivalente al 25% de los ingresos netos provenientes por la venta de la madera de los bosques de Dunnii y la venta de los campos al finalizar el Fideicomiso. El impuesto al patrimonio se calculó sobre la inversión en campos, mientras los mismos se encuentran sin forestar.

Finalmente, se calculó la sobretasa del Impuesto al Patrimonio para cuando la superficie supere las 2.000 hectáreas coneat 100.

3. INVERSIONES Y FINANCIAMIENTO

El 100% de la inversión se realiza con Certificados de Participación en el año cero. La misma asciende a US$ 70 millones y comprende los siguientes conceptos:

- Inversión en compra/ arrendamiento de tierras (14.000 has.)
- Implantación de bosques
- Inversión en capital de trabajo
- Gastos operativos a incurrir hasta el año 9 (2022), incluyendo los impuestos correspondientes y excluyendo los ingresos por pastoreo. En el año 2020 se producirán los primeros ingresos por venta de madera (raleos en los bosques de grandis y dunni).

Se supuso que los fondos ociosos rinden un interés que equivale a la inflación.

4. ESTADOS CONTABLES PROYECTADOS DEL FIDEICOMISO

En base a la información presentada anteriormente, se proyectaron los Estados de Resultados, de Situación Patrimonial y Estado de Flujos de Efectivo del Fideicomiso para el período 2013-2034.

Estados de Resultados
USD

	Proyectados																				
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Ingresos operativos																					
Venta de madera y pulpa	-	-	-	-	-	-	8.721.352	-	-	5.782.075	11.654.735	16.425.195	7.173.022	-	2.204.310	39.399.967	5.056.145	2.626.681	26.363.570	65.007.981	65.330.146
Venta de tierra	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	22.014.025	69.941.070
Venta de Basque en Pie	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	69.281.327
Ingresos certificado carbono	-	-	-	-	-	374.127	-	-	-	-	955.954	-	-	-	-	638.483	-	-	359.523	-	-
Ingresos por pastoreo	21.354	34.397	32.868	52.102	88.098	125.687	145.383	145.478	146.249	148.405	152.115	155.918	159.816	163.811	167.907	172.104	142.386	145.945	185.337	185.546	121.005
Ingresos por venta	21.354	34.397	32.868	52.102	88.098	499.814	8.866.735	145.478	146.249	5.931.380	12.762.804	16.581.113	7.332.838	163.811	2.372.216	40.210.554	5.198.530	2.772.626	26.908.430	77.187.553	224.674.447
Crecimiento de bosques	-	-	-	774.762	6.081.497	10.367.963	12.834.498	8.511.705	16.765.661	18.570.844	14.253.763	9.422.509	5.188.794	13.265.412	20.751.977	20.686.828	(2.770.731)	16.196.448	20.187.776	6.384.038	(8.810.620)
Costo de ventas																					
Costo de ventas bosques	-	-	-	-	-	-	(3.502.908)	-	-	(2.425.075)	(4.982.250)	(7.390.402)	(3.167.148)	-	(1.213.191)	(23.971.232)	(2.843.628)	(1.492.767)	(16.759.628)	(35.262.404)	(111.480.940)
Costo de ventas tierras	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(9.593.136)	(37.306.639)
Costo de ventas	-	-	-	-	-	-	(3.502.908)	-	-	(2.425.075)	(4.982.250)	(7.390.402)	(3.167.148)	-	(1.213.191)	(23.971.232)	(2.843.628)	(1.492.767)	(16.759.628)	(44.855.540)	(148.787.579)
Costos operativos																					
Cosecha y Flete	-	-	-	-	-	-	5.218.444	-	-	3.357.900	6.672.485	9.034.793	4.005.674	-	991.119	15.428.735	2.212.516	1.133.915	9.603.941	19.745.577	23.130.534
Arrendamiento	-	124.848	127.345	129.892	132.490	135.139	137.842	140.599	143.411	146.279	149.205	152.189	155.233	158.337	161.504	164.734	168.029	171.390	174.817	-	-
Costos de estructuración	110.000	215.000	206.778	166.669	187.054	177.909	176.391	176.505	177.441	180.057	184.558	189.172	193.902	198.749	203.718	208.811	214.031	219.382	224.866	230.488	236.250
Impuesto al Patrimonio	-	-	15.522	23.964	37.559	63.704	84.761	140.854	95.037	67.604	107.308	85.345	95.148	129.495	92.907	95.116	217.390	73.027	70.008	117.137	747.663
Costos certificados de carbono	176.600	-	-	39.000	-	77.875	-	-	39.000	-	196.199	-	-	39.000	39.000	129.358	-	-	111.315	-	-
Fee administrador	676.375	1.028.974	983.241	936.172	902.068	563.079	270.583	279.765	843.744	570.788	685.058	299.842	307.338	630.043	645.794	330.970	339.244	695.450	1.069.254	1.095.986	5.049.534
Total costos operativos	(963.175)	(1.368.822)	(1.332.887)	(1.324.696)	(950.071)	(1.018.696)	(5.897.022)	(737.723)	(1.299.533)	(4.322.918)	(7.894.813)	(9.761.341)	(4.757.495)	(1.155.625)	(2.134.042)	(16.357.725)	(3.151.211)	(2.294.063)	(11.254.202)	(21.189.189)	(29.164.180)
Amortizaciones de bienes de uso	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Resultado operativo	(941.821)	(1.334.424)	(1.300.018)	(497.832)	5.219.525	9.849.081	12.301.303	7.919.460	15.612.377	17.754.230	14.139.504	8.851.878	4.596.989	12.273.598	19.776.960	20.568.425	(3.567.040)	15.182.245	19.082.375	17.526.863	37.912.068
Resultados financieros	-	7.114	5.042	7.659	8.081	28.233	12.842	1.897	10.452	7.299	37.816	(0)	0	62.363	38.277	33.893	73.178	626	1.917	(0)	816.134
Resultado antes impuestos	(941.821)	(1.327.311)	(1.294.976)	(489.972)	5.227.606	9.877.315	12.314.145	7.921.356	15.622.829	17.761.529	14.177.320	8.851.878	4.596.989	12.335.962	19.815.237	20.602.318	(3.493.862)	15.182.871	19.084.293	17.526.863	38.730.202
Impuesto a la Renta	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(5.145.770)
RESULTADO DEL EJERCICIO	(941.821)	(1.327.311)	(1.294.976)	(489.972)	5.227.606	9.877.315	12.314.145	7.921.356	15.622.829	17.761.529	14.177.320	8.851.878	4.596.989	12.335.962	19.815.237	20.602.318	(3.493.862)	15.182.871	19.084.293	17.526.863	33.584.432

Estados de situación patrimonial
USD

	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5	Año 6	Año 7	Año 8	Año 9	Año 10	Año 11	Año 12	Año 13	Año 14	Año 15	Año 16	Año 17	Año 18	Año 19	Año 20	Año 21
ACTIVO																					
ACTIVO CORRIENTE																					
Disponibilidades	1.528	4.720	4.641	4.536	4.438	4.348	76.843	4.404	4.456	51.170	97.309	130.224	60.486	4.960	18.838	210.476	38.036	21.176	138.939	277.445	-
Inversiones Temporarias	500.836	504.223	785.943	808.109	2.823.305	1.284.176	2.926.457	1.071.229	405.133	1.512.626	(0)	0	2.494.534	1.531.095	1.355.700	2.927.112	25.035	76.699	(0)	32.725.351	(0)
Créditos por Ventas	1.780	2.866	2.739	4.342	7.342	10.474	738.805	12.123	12.187	494.282	983.904	1.381.750	611.070	13.651	197.685	3.297.673	433.211	231.052	2.212.409	6.432.296	-
Anticipos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
DCI	-	-	-	-	-	-	-	0	0	0	-	-	-	0	0	0	-	0	0	0	0
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	504.144	511.810	793.323	816.986	2.835.085	1.298.997	3.742.104	1.087.756	511.776	2.058.077	1.081.213	1.511.984	3.166.090	1.549.706	1.572.232	6.444.261	494.282	328.928	2.351.348	39.435.093	-
ACTIVO NO CORRIENTE																					
Terreno	9.012.600	24.793.683	39.531.071	46.899.775	46.899.775	46.899.775	46.899.775	46.899.775	46.899.775	46.899.775	46.899.775	46.899.775	46.899.775	46.899.775	46.899.775	46.899.775	46.899.775	46.899.775	46.899.775	37.306.639	-
Bosques	2.606.966	7.539.464	11.221.279	14.334.303	21.514.708	32.925.153	43.207.371	52.448.549	69.594.669	88.067.433	95.786.822	98.952.609	100.877.688	114.523.765	134.401.060	131.493.704	128.633.914	143.922.686	147.984.252	119.769.477	-
Bienes de Uso	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Amortizaciones Acumuladas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE	11.619.566	32.333.127	50.752.350	61.234.078	68.414.483	79.824.928	90.107.146	99.348.324	116.494.444	132.967.208	142.686.597	145.852.384	147.777.463	161.423.540	181.300.835	178.393.479	175.533.689	190.822.461	194.884.027	157.076.116	-
TOTAL ACTIVO	12.123.710	32.844.936	51.545.672	62.051.064	71.249.568	81.123.925	93.849.340	101.336.080	117.006.220	135.025.285	143.769.811	146.764.368	150.943.553	162.973.246	182.873.067	184.837.740	176.027.971	191.151.388	197.235.375	196.511.209	-
PASIVO																					
PASIVO CORRIENTE																					
Deudas comerciales y diversas	65.531	114.068	109.780	105.144	76.043	73.086	484.355	49.739	97.050	354.585	632.609	806.333	388.529	82.261	166.845	1.344.438	244.485	185.011	922.740	1.756.004	-
DCI	-	-	-	-	-	-	-	-	0	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Deudas Financieras corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL PASIVO CORRIENTE	65.531	114.068	109.780	105.144	76.043	73.086	484.355	49.739	97.050	354.585	632.609	806.333	388.529	82.261	166.845	1.344.438	244.485	185.011	922.740	1.756.004	-
PASIVO NO CORRIENTE																					
Deudas Financieras no corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL PASIVO NO CORRIENTE	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL PASIVO	65.531	114.068	109.780	105.144	76.043	73.086	484.355	49.739	97.050	354.585	632.609	806.333	388.529	82.261	166.845	1.344.438	244.485	185.011	922.740	1.756.004	-
PATRIMONIO																					
Capital Integrado	13.000.000	35.000.000	55.000.000	66.000.000	70.000.000	70.000.000	70.000.000	70.000.000	70.000.000	70.000.000	70.000.000	70.000.000	70.000.000	70.000.000	70.000.000	70.000.000	70.000.000	70.000.000	70.000.000	70.000.000	70.000.000
Resultados Acumulados	-	(941.821)	(2.269.132)	(3.564.108)	(4.054.080)	1.173.525	11.050.840	23.304.985	31.286.341	46.909.170	58.050.882	67.106.157	75.058.035	80.555.024	92.890.985	92.890.985	100.277.348	105.783.486	107.228.342	107.228.342	(103.584.432)
Resultado del Ejercicio	(941.821)	(1.327.311)	(1.294.976)	(489.972)	5.227.605	9.877.315	12.314.145	7.921.356	15.622.829	17.761.528	14.177.320	8.851.878	4.598.089	12.335.962	19.815.237	20.602.318	(3.493.862)	15.182.871	10.084.293	17.526.863	33.584.432
TOTAL PATRIMONIO	12.058.179	32.730.868	51.435.892	61.945.920	71.173.525	81.050.840	93.364.985	101.226.341	116.909.170	134.670.700	143.137.202	145.958.035	150.555.024	162.890.985	182.706.222	183.493.303	175.783.486	190.966.357	196.312.635	194.755.295	-
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	12.123.710	32.844.936	51.545.672	62.051.064	71.249.568	81.123.925	93.849.340	101.336.080	117.006.220	135.025.285	143.769.811	146.764.368	150.943.553	162.973.246	182.873.067	184.837.740	176.027.971	191.151.368	197.235.375	196.511.209	-

Estados de flujo de fondos
USD

	Proyectado																			
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Actividades Operativas																				
Resultado Neto	(941.821)	(1.327.311)	(1.204.976)	(489.972)	5.227.606	9.877.315	12.314.145	7.021.358	15.622.829	17.781.520	14.177.320	8.851.878	4.596.989	12.335.982	19.815.237	20.602.318	(3.493.882)	15.182.871	19.084.293	17.526.863	33.584.432
+ Amortizaciones	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
- Crecimiento de bosques	-	-	-	(774.762)	(6.081.497)	(10.367.953)	(12.834.408)	(8.511.705)	(16.765.681)	(18.570.844)	(14.253.763)	(9.422.500)	(5.188.794)	(13.265.412)	(20.751.977)	(20.686.828)	2.770.731	(16.196.448)	(20.187.776)	(6.384.038)	6.810.620
+ Costo de ventas bosques	-	-	-	-	-	-	3.502.908	-	-	2.425.075	4.962.250	7.390.402	3.167.148	-	1.213.191	23.071.232	2.843.928	1.492.767	16.750.628	35.292.404	111.480.040
+ Costo de ventas tierras	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	9.503.136	37.306.039
Variación caja mínima	(1.528)	(3.192)	80	105	97	90	(72.495)	72.430	(52)	(46.714)	(46.130)	(32.915)	69.738	55.927	(13.879)	(200.636)	183.440	14.860	(117.763)	(138.506)	277.445
Variación créditos por venta	(1.780)	(1.087)	127	(1.603)	(3.000)	(3.132)	(728.421)	726.771	(64)	(482.094)	(489.623)	(397.855)	770.690	597.419	(184.034)	(3.099.988)	2.864.462	202.159	(1.981.357)	(4.219.887)	8.432.296
Variación adelantos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Variación DCI	-	-	-	-	-	-	-	(0)	-	0	-	-	-	(0)	-	(0)	0	(0)	(0)	-	(0)
Variación otras deudas corrientes	65.531	48.537	(4.288)	(4.036)	(20.102)	(2.957)	411.269	(434.616)	47.311	257.536	278.024	173.724	(417.804)	(308.268)	84.584	1.177.593	(1.069.952)	(59.474)	737.729	833.264	(1.758.004)
FF Actividades Operativas	(879.597)	(1.283.053)	(1.209.057)	(1.270.868)	(885.895)	(496.648)	2.592.909	(225.754)	(1.095.638)	1.344.489	4.648.069	6.562.735	2.997.966	(582.773)	163.123	21.763.689	4.068.447	636.734	14.294.754	52.473.235	196.136.368
Actividades de Inversión																					
Implantación de bosques	(2.608.900)	(4.932.498)	(3.681.815)	(2.338.282)	(1.098.908)	(1.042.482)	(950.628)	(729.473)	(380.459)	(326.996)	(449.877)	(531.680)	(503.432)	(380.666)	(338.509)	(377.048)	(2.754.569)	(585.070)	(633.439)	(663.501)	(522.082)
Inversión en terrenos y otros activos	(9.012.600)	(15.781.063)	(14.737.408)	(7.368.704)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FF Actividades de Inversión	(11.619.566)	(20.713.560)	(18.419.223)	(9.706.966)	(1.098.908)	(1.042.482)	(950.628)	(729.473)	(380.459)	(326.996)	(449.877)	(531.680)	(503.432)	(380.666)	(338.509)	(377.048)	(2.754.569)	(585.070)	(633.439)	(663.501)	(522.082)
Actividades de Financiamiento																					
Aportes (Retiros) de Capital	13.000.000	22.000.000	20.000.000	11.000.000	4.000.000	-	-	-	-	-	(5.710.818)	(6.031.045)	-	-	-	(10.815.237)	(4.215.955)	-	(13.738.015)	(19.084.293)	(228.339.637)
Pago de Dividendos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Variación deudas financieras	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FF Actividades de Financiamiento	13.000.000	22.000.000	20.000.000	11.000.000	4.000.000	-	-	-	-	-	(5.710.818)	(6.031.045)	-	-	-	(10.815.237)	(4.215.955)	-	(13.738.015)	(19.084.293)	(228.339.637)
Flujo de Fondos del Periodo	500.836	3.387	281.720	22.166	2.015.196	(1.539.130)	1.642.281	(955.228)	(1.476.096)	1.017.493	(1.512.626)	0	2.494.534	(963.439)	(175.386)	1.571.403	(2.902.077)	51.664	(76.699)	32.725.351	(32.725.351)
Saldo inicial inversiones temporarias	-	500.836	504.223	785.943	808.109	2.823.305	1.284.176	2.926.457	1.971.229	495.133	1.512.626	(0)	0	2.494.534	1.531.095	1.355.709	2.927.112	25.035	76.699	(0)	32.725.351
Saldo Final Inv. Temporarias	500.836	504.223	785.943	808.109	2.823.305	1.284.176	2.926.457	1.971.229	495.133	1.512.626	(0)	0	2.494.534	1.531.095	1.355.709	2.927.112	25.035	76.699	(0)	32.725.351	0

5. PROYECCIÓN DE FUENTES Y USOS DE FONDOS

El flujo de fondos del proyecto muestra las siguientes cifras:

Flujos de fondos para evaluación
USD

	Preconstr.																			
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Fondos provenientes de operaciones																				
Utilidad neta antes de impuestos	(941.821)	(1.327.311)	(1.294.978)	(489.972)	5.227.606	9.877.315	12.314.145	7.921.356	15.622.829	17.761.529	14.177.320	8.851.678	4.596.089	12.335.902	19.815.237	20.602.318	(3.493.882)	15.162.871	19.084.203	17.528.883	38.730.202
Ajustes				(774.762)	(6.081.497)	(10.367.963)	(12.834.408)	(8.511.705)	(16.785.661)	(18.570.844)	(14.253.763)	(9.422.509)	(5.188.794)	(13.265.412)	(20.751.977)	(20.686.828)	2.770.731	(16.196.448)	(20.187.776)	(8.384.038)	8.810.620
Crecimiento de bosques	-	-	-	-	-	-	3.502.908	-	-	2.425.075	4.082.250	7.300.402	3.167.148	-	1.213.191	23.971.232	2.843.628	1.492.767	16.759.628	35.282.404	111.480.940
Costo de ventas bosques	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	9.593.136	37.306.639
Costo de ventas tierras	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Amortizaciones	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Intereses	-	(7.114)	(5.042)	(7.859)	(8.081)	(28.233)	(12.842)	(1.807)	(10.452)	(7.299)	(37.816)	0	(0)	(62.363)	(38.277)	(33.893)	(73.178)	(626)	(1.917)	0	(818.134)
	(941.821)	(1.334.424)	(1.300.018)	(1.272.594)	(861.972)	(518.882)	2.969.713	(592.245)	(1.153.284)	1.608.462	4.867.991	6.819.771	2.575.343	(991.814)	238.174	23.852.829	2.047.319	478.564	15.654.229	55.998.364	195.510.267
Impuestos																					5.145.770
Impuesto a la renta	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	5.255.551
IVA	746.535	1.358.824	1.071.803	783.423	413.365	392.561	1.457.510	260.864	308.362	975.863	1.736.235	2.212.207	1.102.320	266.081	479.411	3.596.024	1.214.479	579.440	2.536.930	4.781.841	(5.255.551)
Certificados utilizados	(746.535)	(1.358.824)	(1.071.803)	(783.423)	(413.365)	(392.561)	(1.457.510)	(260.864)	(308.362)	(975.863)	(1.736.235)	(2.212.207)	(1.102.320)	(266.081)	(479.411)	(3.596.024)	(1.214.479)	0	(2.536.930)	(4.781.841)	5.145.770
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0	-	-	-	0	-	-	
Inversiones																					-
Tierra y activo Fijo	9.012.500	15.761.053	14.737.408	7.368.704	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2.250.946	-	-	-	-
Implantación de bosques	2.426.059	4.476.835	2.963.202	1.409.167	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	503.823	585.070	633.439	663.501	522.082
Costos de producción	180.907	455.663	716.612	929.095	1.096.908	1.042.482	950.626	729.473	380.459	326.095	449.877	531.680	503.432	380.606	338.509	377.048	(1.947.950)	(157.545)	1.361.391	3.525.129	(4.953.737)
Capital de trabajo	(62.224)	(44.258)	4.081	6.134	32.004	5.999	389.646	(364.504)	(47.194)	271.272	257.738	257.046	(422.624)	(346.677)	113.329	2.123.033	806.620	427.525	1.994.830	4.188.726	(4.431.655)
	11.557.342	20.689.302	18.423.304	9.713.100	1.130.912	1.048.481	1.340.274	364.879	333.264	598.268	707.615	788.727	80.809	33.988	451.838	2.500.081					-
Valor residual																					
Resultados financieros																					
Intereses	-	7.114	5.042	7.859	8.081	28.233	12.842	1.807	10.452	7.299	37.816	(0)	0	62.363	38.277	33.893	73.178	626	1.917	(0)	818.134
	-	7.114	5.042	7.859	8.081	28.233	12.842	1.807	10.452	7.299	37.816	(0)	0	62.363	38.277	33.893	73.178	626	1.917	(0)	818.134
FF antes de financiamiento adicional	(12.499.164)	(21.996.613)	(19.718.280)	(10.977.834)	(1.984.804)	(1.539.130)	1.642.281	(955.228)	(1.476.096)	1.017.493	4.198.192	6.031.045	2.494.534	(963.439)	(175.386)	21.386.640	1.313.878	51.664	13.661.316	51.809.644	195.614.286
Flujo de fondos para evaluación	(12.499.164)	(21.996.613)	(19.718.280)	(10.977.834)	(1.984.804)	(1.539.130)	1.642.281	(955.228)	(1.476.096)	1.017.493	4.198.192	6.031.045	2.494.534	(963.439)	(175.386)	21.386.640	1.313.878	51.664	13.661.316	51.809.644	195.614.286

6. VALUACIÓN DE RENTABILIDAD DE LA INVERSIÓN (TIR y VAN)

LAS ESTIMACIONES SOBRE LA RENTABILIDAD ESPERADA SE REALIZAN A EFECTOS INDICATIVOS EN BASE A PROYECCIONES ESTIMADAS, SIN QUE NI EL FIDUCIARIO NI EL ADMINISTRADOR ASUMAN NINGUNA RESPONSABILIDAD O GARANTIA POR EL CUMPLIMIENTO DE DICHAS ESTIMACIONES O PROYECCIONES. EL INVERSOR DEBERA REALIZAR SU PROPIO ANALISIS DE RIESGO DEL PROYECTO Y DE LAS ESTIMACIONES Y PROYECCIONES REALIZADAS.

De acuerdo a las proyecciones realizadas, el proyecto ofrecería una TIR estimada al inversor de 8,71% como valor esperado, existiendo un 90% de probabilidad de que se ubique en un rango de 8,34% y 8,89%.

Como resultado de las estimaciones realizadas, el proyecto presenta una Tasa Interna de Retorno (TIR) en dólares del 8,86% y un Valor Actual Neto de US$ 14,673 millones, considerando una tasa de descuento del 7,5% efectiva anual en dólares.

De acuerdo a estas proyecciones, se estima que el inversor obtendría una TIR en dólares del 8,71%, como surge del siguiente flujo de fondos:

Flujo de fondos inversor
Miles USD

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Aporte inicial	-13.000	-22.000	-20.000	-11.000	-4.000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Retiros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	5.711	6.031	-	-	-	19.815	4.216	-	13.738	19.084	228.340
Flujo de fondos	-13.000	-22.000	-20.000	-11.000	-4.000	-	-	-	-	-	5.711	6.031	-	-	-	19.815	4.216	-	13.738	19.084	228.340

TIR	8,71%

Como se mencionó anteriormente, los aportes de los inversores surgen de considerar la inversión y gastos operativos a incurrir hasta la primera generación de ingresos por venta de madera. A partir de ese momento, los inversores retiran el neto resultante de la venta de la madera, luego de deducir las inversiones y gastos a incurrir hasta el próximo corte. Al término del Fideicomiso, se tala el 100% de los bosques y se venden los campos adquiridos. De los ingresos generados en este momento, se descuenta el performance fee del Administrador, si corresponde.

7. ANÁLISIS DEL RIESGO

a) Identificación de variables de riesgo

Se definieron como variables sensibles para el modelo las siguientes:

Categorías	Variable	Unidad	Escenario Esperado	Bajo	Alto
Valor de compra de campos a forestar		USD/ha	3.100	2.500	3.600
Valor de compra campos forestados	Dunni	USD/ha	1.350	1.100	1.500
	Grandis	USD/ha	1.350	1.100	1.500
	Pino	USD/ha	1.100	900	1.350

b) Sensibilidad a principales indicadores

El análisis se realizó construyendo un modelo de simulación utilizando la herramienta de simulación y gestión de riesgo @Risk lo que permitió introducir en forma explícita la incertidumbre existente en la variables claves. En efecto, el análisis de sensibilidad se realizó, en base a estimaciones, modificándose las variables en base a la información histórica.

Concretamente, en lugar de introducir valores específicos en distintos escenarios, se asignó una distribución de probabilidad triangular en cada una de las variables seleccionadas, de acuerdo a las variaciones establecidas en la tabla anterior.

A efectos de sensibilizar el crecimiento de los bosques, se utilizó una distribución discreta, con motivo de seleccionar uno de los tres tipos de curva de crecimiento definidas para cada especie, como se muestra a continuación. Para sensibilizar los costos operativos, se utilizó una distribución triangular, estimando un crecimiento de costos probable de 10% y una disminución del 5%, en relación a los costos totales obtenidos.

Dunni

Minimo	mas prob.	Maximo
-	-	-
0,70	1,30	2,00
9,20	14,00	18,20
26,70	37,00	46,00
49,40	64,80	79,30
74,10	94,20	114,30
98,90	122,90	148,70
122,70	150,10	181,20
144,70	175,00	211,00
164,70	197,40	237,90
0,70	1,30	2,00
9,20	14,00	18,20
26,70	37,00	46,00
49,40	64,80	79,30
74,10	94,20	114,30
98,90	122,90	148,70
122,70	150,10	181,20
144,70	175,00	211,00
164,70	197,40	237,90

Grandis

Minimo	Mas prob.	Maximo
-	-	-
4,20	6,08	8,75
17,70	23,70	31,30
25,30	32,60	41,30
43,50	54,80	67,90
65,20	80,70	98,10
89,40	109,10	130,60
115,60	139,30	164,60
143,10	170,60	199,10
171,40	202,30	233,70
145,40	168,00	191,00
167,90	193,80	219,90
190,70	219,90	248,70
213,60	245,80	277,30
236,40	271,60	305,40
224,10	253,90	282,70
244,20	277,10	308,40
264,20	299,90	333,60
283,80	322,30	358,10

Como resultado, con esta metodología se obtuvo el valor esperado del Valor Actual Neto y de la Tasa Interna de Retorno así como también la probabilidad de que el VAN, se sitúe dentro de cierto rango de valores.

El resultado del análisis de simulación Montecarlo, muestra que la TIR del proyecto tiene una probabilidad de 90% de ubicarse entre 8,49% y 9,07% anual en dólares y que el VAN, calculado a una tasa de descuento del 7,5%, tiene una probabilidad de 90% de estar entre US$ 10,380 millones y US$ 17,190 millones.

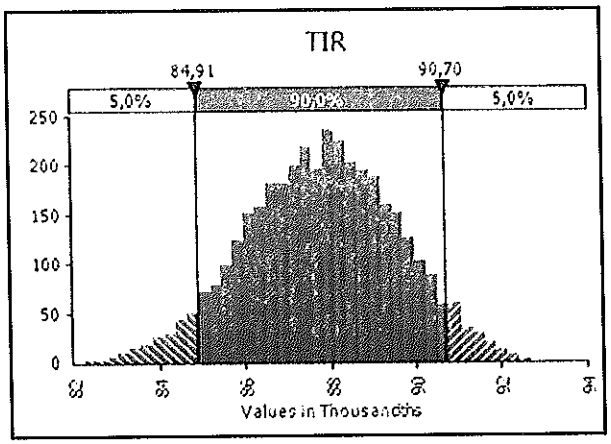
A su vez, la TIR del inversor, tiene una probabilidad del 90% de ubicarse entre el 8,34% y el 8,89%.

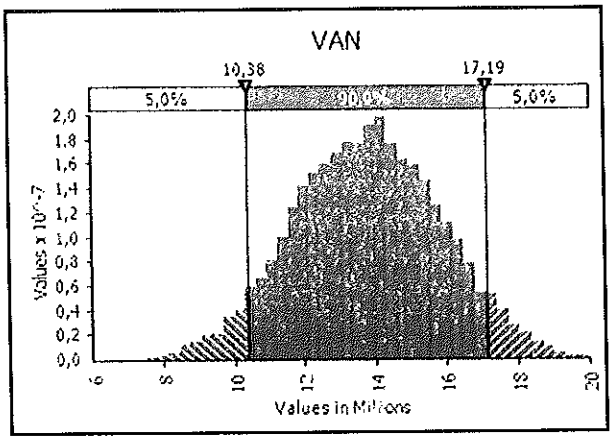
Los valores máximos, mínimos y promedios se presentan en la siguiente tabla:

	Mínimo	Promedio	Máximo
TIR proyecto	8,23%	8,78%	9,29%
VAN (millones US$)	7,496	13,790	19,958
TIR inversor	8,11%	8,62%	9,12%

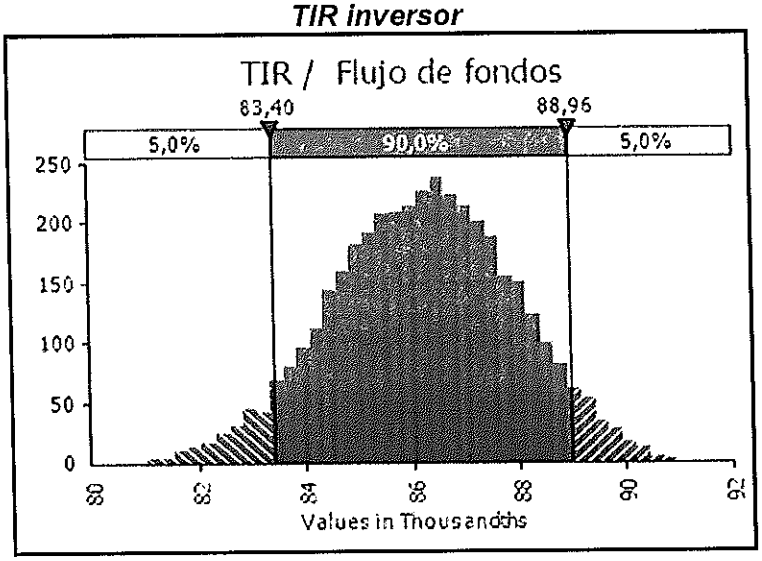
Seguidamente se presenta los gráficos de las distribuciones de los indicadores del proyecto:

TIR proyecto ***VAN***





TIR inversor



VII. EVALUACIÓN DE LOS PRINCIPALES RIESGOS DE LA OPERACIÓN

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

1. FACTORES CRÍTICOS

Los factores que se consideran claves para el cumplimiento de los objetivos del proyecto:

1) Adquirir las propiedades en la mejor ubicación y con los recursos (suelo, infraestructura, etc.) adecuada. Para esto es necesario el conocimiento del rubro y negocio forestal.
2) Realizar actividades de plantación y silvicultura de calidad para potenciar el crecimiento biológico y por tanto del activo forestal.
3) Cumplir con todas las exigencias y regulaciones del sector y del país.
4) Gestión técnica y comercial responsable y de excelencia.
5) Los proyectos forestales son de largo plazo, con exigencias de caja recurrentes en los primeros años. Se precisa contar con los recursos financieros para ejecutar la inversión.

2. RIESGOS AMBIENTALES Y ASOCIADOS A LA FORESTACIÓN

Factor de Riesgo	Descripción del riesgo	Probabilidad de Ocurrencia[2]	Mitigación del riesgo
Clima: exceso o falta de lluvias, vientos y tornados.	Los eventos extremos de clima adverso pueden afectar las plantaciones. Los mayores impactos son al inicio del ciclo. Variable externa, fuera del alcance de la Administración.	1 (Los eventos extremos tienen una probabilidad baja de ocurrencia en términos climáticos)	a) Uso de seguros climáticos en momentos críticos. b) Diversificación geográfica en diferentes localidades c) Evitar actividades críticas en períodos con previsiones meteorológicas adversas.
Incendios	Incendios forestales. Esta es una amenaza latente. Impacto variable según la magnitud.	3	a) Seguros b) Manejo y limpieza de montes c) Control, monitoreo y prevención.
Insectos, pestes, enfermedades y nutrición del suelo.	Algunos insectos, pestes y enfermedades pueden causar daños a las plantaciones particularmente al inicio de la misma. El impacto es variable según la escala y la respuesta a	2 a 3	a) Seguimiento del Plan de control de malezas y plan de control de insectos. b) Aplicar los protocolos de control, monitoreo y prevención.

[2] 1=Muy baja; 6=Muy alta.

	la incidencia del caso.		c) Diversificación en las especies (grandis y dunnii) con ciclos y ambientes distintos.
Tecnológicos	Problemas con las tecnologías disponibles (genéticas por ejemplo) que tengan un comportamiento no esperado	1 a 2	Utilizar materiales genéticos probados en Uruguay, con las máximas garantías de funcionamiento. Diversificación mínima de especies.

3. RIESGOS DE MERCADO Y ECONÓMICOS

Factor de Riesgo	Descripción del riesgo	Probabilidad de Ocurrencia[3]	Mitigación del riesgo
Demanda interna de los productos	Que la demanda interna en la región de influencia del proyecto no se desarrolle	2	Exportación de todos los productos o demora en la cosecha.
Demanda externa	Que haya cambios significativos en el comportamiento de la demanda internacional en los productos del proyecto.	1 La demanda es una tendencia consistente de largo plazo y afectada por variables demográficas.	Esperar a que mejoren los precios para cosechar. Búsqueda de mercados alternativos.
Aumento de oferta de productos competitivos o sustitutos	Que crezca la oferta de productos competitivos tanto en Uruguay o en el mundo	2	Bajar costos y aumentar esfuerzos de venta
Insuficiencias logísticas del sector	Que no se hagan en Uruguay las inversiones necesarias para mantener y mejorar la infraestructura logística para carga y transporte y esto lleve a un aumento de los costos.	2 La situación de partida del proyecto es asumiendo un escenario caro en términos de transporte	Postergar venta de productos de menor valor o buscar proyectos para procesamiento in situ (ej: convertir a energía).
Macroeconómicos	Tendencia desfavorable en el tipo de cambio o en los intereses (tendrían impacto en los costos de mano de obra y transporte).	2-3	Esquemas comerciales donde las transacciones de compra y venta se hagan en la misma moneda.
Cambios en la legislación del gobierno y en el sistema impositivo.	Modificaciones significativos en las normas legales que afecten los activos del proyecto o la venta de estos ("Riesgo País") de Uruguay.	1-2	Adaptación a las nuevas condiciones en caso que sean cambios en Uruguay.

[3] 1=Muy baja; 6=Muy alta.

Dificultades para acceder al recurso Tierra	Imposibilidad para asegurar la oferta de tierras o el usufructo de esta, que puedan impactar en una menor área o mayor inversión.	1-2	Menor área forestada. Si fuera algo estructural habría menor oferta de madera y por tanto los precios deberían subir y eso amortiguaría el impacto en la TIR del proyecto.

VIII. INFORMACIÓN DEL FIDUCIARIO

EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A. actúa como Fiduciario de la presente emisión de Valores del Fideicomiso "Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay 2".

1. INFORMACIÓN GENERAL

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

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

2. PERSONAL SUPERIOR

La composición del Directorio se integra de la siguiente forma:

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

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

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

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

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

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

Participó en la estructuración de la mayor parte de las securitizaciones realizadas en el mercado local. Debido a ello ha sido contratado tanto por empresas privadas como organismos del Estado para estructurar las securitizaciones más complejas, desde impuestos sobre la venta de leche hasta exportación de arroz y desde venta de boletos de ómnibus hasta una sentencia de condena contra el Estado o, también, cuotas de suscripción a servicios de salud.

Debido a su experiencia en ese tipo de productos fue contratado por el Banco Central del Uruguay para el proceso de rediseño de toda la normativa aplicable a las

instituciones financieras, empresas de seguros, fondos de pensión y al mercado de capitales.
En el pasado Diego Rodríguez fue abogado interno del Banco Interamericano de Desarrollo (BID), trabajando en su sede en Washington DC, donde asesoró en operaciones de financiamiento de proyectos en diversos países de Latinoamérica. También se desempeña como abogado local del BID en proyectos en Uruguay.

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

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

Integra la directiva de la Liga de Defensa Comercial, ONG cuyo fin es promover la transparencia en el mercado empresarial.

Dra. Sandra González Vila (Vicepresidente del Directorio)

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

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

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

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

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

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

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

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

Cr. Bruno Gili (Síndico)

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

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

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

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

Dr. Gonzalo Secco (Síndico Suplente)

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

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

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

Gonzalo Secco también asiste a negocios corporativos y de inversión extranjera en diversos sectores de producción y servicios. Así, por ejemplo, asesoró en las

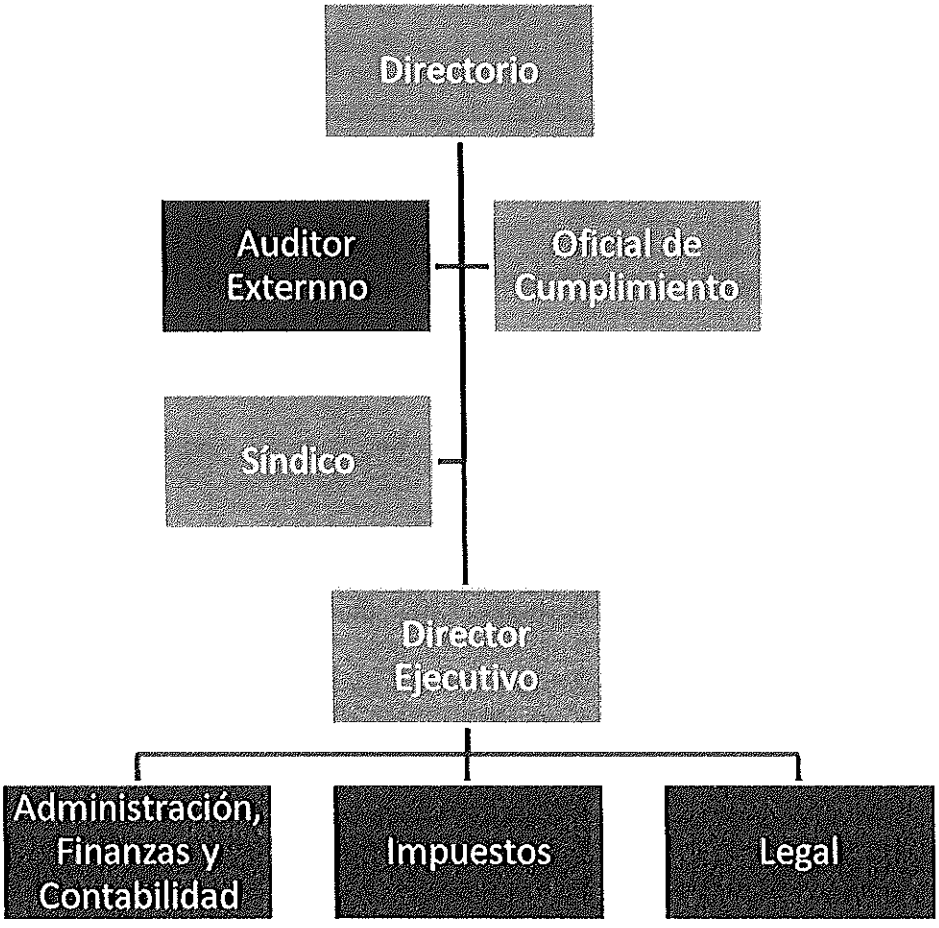
inversiones de la firma canadiense McCain en la adquisición de activos de empresas del sector de alimentos en Uruguay (La Sibarita); o en las adquisiciones y ventas de plantas frigoríficas realizadas por parte de la estadounidense Global Protein Group.

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

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

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

4. ORGANIGRAMA DEL FIDUCIARIO



5. CÓDIGO DE ÉTICA

Se adjunta al presente Prospecto como **Anexo 6** el Código de Ética de EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A.

6. PRÁCTICAS DE GOBIERNO CORPORATIVO

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

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

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

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

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

- **Competencia ética y profesional de los directivos y alta gerencia:** implica un adecuado conocimiento y experiencia del mercado por parte de los integrantes del Directorio y Alta Gerencia, así como una moral y reputación acordes.

- **Estrategia eficiente en el cumplimiento de objetivos:** mecanismos de planificación y control que permitan alinear con los objetivos de la entidad, a los integrantes de EFAM y a los servicios contratados.

- **Estructura equilibrada:** la misma debe estar adecuadamente formalizada y en equilibrio con los intereses, roles y responsabilidades de los diferentes integrantes.

- **Sistema de control interno confiable:** asegurando un ambiente de control acorde teniendo en cuenta la naturaleza, tamaño y complejidad de las operaciones de la institución y su perfil de riesgos. Procedimientos clave adecuadamente formalizados.

- **Adecuado sistema de gestión de riesgos:** que contemple todos los riesgos definidos por la normativa bancocentralista que afecten a EFAM y la operativa de los fideicomisos que administra de acuerdo a las obligaciones asumidas por EFAM como fiduciario.

- **Sistemas contables íntegros y confiables:** contando con una adecuada segregación de funciones.

- **Divulgación oportuna y precisa de información:** esto incluye información financiera, de gestión, de la titularidad y del gobierno de la entidad, así como la relativa a los fideicomisos administrados de acuerdo a la normativa vigente.

- **Políticas claras y transparentes en materia de retribución.**

- **Control y gestión de potenciales conflictos de interés.**

- **Protección de los intereses de los inversores y otros interesados.**

7. ACCIONISTAS

Los accionistas son:

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

8. AUDITORES EXTERNOS

Los auditores externos del Fiduciario son Deloitte S.C.

9. ESTADOS CONTABLES

Se incluyen como **Anexo 7** los últimos estados contables auditados del Fiduciario, así como el correspondiente al cierre del último trimestre disponible.

IX. INFORMACIÓN DEL ADMINISTRADOR

1. AGROEMPRESA FORESTAL S.A.

(a) Antecedentes

Agro Empresa Forestal S.A (en adelante "AF") es el operador forestal designado para administrar el Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay 2 objeto de este Prospecto.

La estructura y procesos de AF han sido creados en base a más de 10 años de experiencia de trabajo en Uruguay y enriquecido por un equipo directivo y técnico con trayectoria, reputación y con amplio conocimiento del sector forestal, su normativa y esencialmente del entorno del agro negocio.

AF tiene su domicilio en Avenida Brasil 1061, Rivera, Uruguay, su teléfono y fax es 46 236482 y su correo electrónico info@af.com.uy.

(b) Directorio

El Directorio de AF está presidido por el Ing. Agr. Francisco Bonino y la Gerencia General por el Ing. Industrial Mecánico Dan Guapura.

Francisco Bonino: es fundador y director de AF en Uruguay desde el año 2000. Tiene a su cargo la planificación y toma de decisiones estratégicas, la coordinación y seguimiento de las actividades del Gerente General y del desarrollo de nuevos negocios. Es director además de Agroempresa Forestal en Chile desde 2007 y en Brasil a partir de 2010. Por otra parte, es gerente de Ernal S.A, una empresa dedicada a la producción agropecuaria en Uruguay, con operaciones en agricultura y ganadería. En su experiencia laboral anterior, Francisco se desempeñó como Gerente de Operaciones de Agroempresa en Argentina entre 1998-2000. Entre 1997 y 1998 estuvo a cargo del desarrollo de productos en la zona norte de Argentina, Bolivia y Paraguay para la compañía Monsanto. Se graduó como Ingeniero Agrónomo en la Facultad de Agronomía de la UDELAR y tiene un MBA del New York Institute of Technology.

Dan Guapura: inició su actividad en Agroempresa Forestal en 2012 a cargo de la gerencia general de la empresa. En su actividad previa, estuvo a cargo de la Jefatura Logística de Droguería Eduardo Chiappe SA (2001-2006); fue Gerente de Ingeniería, Mantenimiento y Seguridad de Laboratorio Roche International Ltd (2006-2009) y también Gerente Industrial de Glencore S.A de 2009 a 2011. Es Industrial Mecánico, egresado de la Facultad de Ingeniería de la UDELAR, y es Master en Business Administration de la Universidad ORT.

2. BREVE HISTORIA DE AGROEMPRESA FORESTAL

En agosto de 2004, Agro Empresa Forestal S.A. inicia el desarrollo de sus actividades forestales al mercado uruguayo, contando con su expansión en otros países de la región, como ser Chile y Brasil.

En nuestro país, AF ofrece servicios forestales en un área superior a las 65.000 hectáreas por año para diferentes clientes, con una facturación de la empresa y sus divisiones que ha promediado US$ 5,5 millones en los últimos cuatro ejercicios. Asimismo, la empresa está administrando a la fecha activos valuados en más de US$

150 millones.

La misión de AF es administrar con independencia, transparencia y excelencia los activos por cuenta de los inversionistas que confían esta gestión, agregando valor mediante la creación de vehículos de inversión eficientes.

Y, su visión es la de ser una empresa líder en el mercado de servicios forestales, reconocida por un alto estándar de calidad, seguridad y respeto del medio ambiente.

Con un equipo profesional de primer nivel, especializado y totalmente independiente (1 ingeniero industrial, 5 ingenieros agrónomos, 15 técnicos forestales y supervisores de campo y 8 administrativos) a lo que se suma 40 empresas de servicios asociadas que juntas emplean 600 personas, haciendo de AF una de las empresas líderes en el mercado nacional en la prestación de servicios forestales.

Otros logros de AF son:

- Norma ISO 9000 desde 2004.
- Norma Forest Stewarship Council (FSC). AF preparado y logrado que más de 15.000 hectáreas sean certificadas FSC en Uruguay.
- 9º en el ranking *Great Place to Work* 2013.
- Cofundadores del Índice de Responsabilidad Social Empresarial del Uruguay.
- Organizador del primer fideicomiso financiero de oferta pública con certificados de participación.

i. Clientes y Hectáreas trabajadas

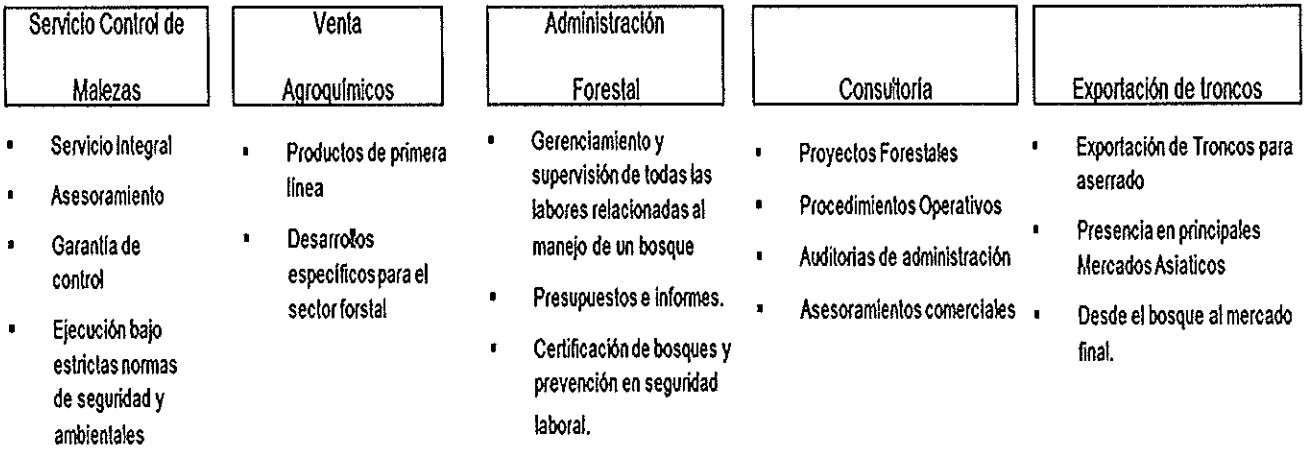
Entre los principales clientes que ha servido AF están: Cambium-Fondo Global Forest Partners, Weyerhaeuser, UPM-Forestal Oriental, Montes del Plata, Fondo RMK, Fondo Forestal Atlántico Sur (Wachovia-Forestal Sur), Fondo GMO Renewable Resources (Boston), Fondo Río Biabo (Wachovia-Octavio Larraín), Compañía Forestal Uruguaya, Bosques del Uruguay.

La empresa ha prestado servicios (podas, raleos, aplicaciones) a más de 300.000 hectáreas forestadas en los últimos cuatro años en Uruguay.

Datos del Operador, Agro Empresa Forestal en Uruguay 2008-2011

	2008	2009	2010	2011	Promedio	Total 2008-2011
Has trabajadas totales	76,96	89,26	62,9	48,2	69,3	277,3
Has aplicación herbicidas	51	63,3	37,9	23,2	43,8	175,4
Venta de Productos (Miles US$)	3,889	2,686	1,463	1,224	2,3	9,3
Pago a Contratistas (Miles de US$)	2,133	1,508	1,572	1,794	1,8	7,0
Facturación total (Miles US$)	8,001	5,474	4,241	5,420	5,784	23,136

AF presenta cinco unidades de negocios: (a) Control de Malezas; (b) Venta de Agroquímicos; (c) Administraciones Forestales; (d) Consultoría; (e) Exportación de Troncos.



(a) Control de malezas y venta de agroquímicos.

AF es líder en la prestación de servicios de control de malezas y en la venta de herbicidas en el sector forestal, contando con una muy alta participación del mercado. La compañía opera en los tres segmentos del sector forestal: compañías forestales, administradoras forestales y productores medianos o agrupaciones (productores y empresas individuales).

(b) Administraciones Forestales

AF administra a la fecha unas 26.000 hectáreas en Uruguay. Entre las actividades que se incluyen en la administración y por las cuales AF es responsable se encuentran:

- Adquisición (investigación, búsqueda, selección y negociación) de tierras y activos forestales;
- Gerenciamiento y supervisión de todas las labores relacionadas al manejo de un bosque;
- Preparación de suelos y Plantación;
- Podas;
- Raleos a desecho y sanitarios;
- Raleos comercial y Cosecha;
- Inventarios;
- Caminería;
- Mantenimiento de infraestructura;
- Pastoreos;
- Comercialización de todos los productos y subproductos forestales,
- Ejecución y control del presupuesto establecido con el cliente;
- Certificación de bosques y prevención en seguridad laboral;
- Relacionamiento con el medio externo (agencias de gobierno, compradores, proveedores, comunidad, etc.).

(c) Antecedentes de Consultoría

- StoraEnso Uruguay: En elaboración de proyectos forestales, instrucciones de

trabajo para sus operaciones y diseño de programas de control de malezas.

- Uruwood (UPM más accionistas minoritarios): encargados de auditar al administrador del proyecto y de todas las operaciones de la empresa en forma mensual.
- Global Forest Partners: elaboración de proyectos forestales y asesoramiento en control de malezas.

(d) Antecedentes de Exportación de Troncos

- En 2011 AF genera una división enfocada en la exportación de troncos (AF Maderas SRL) con destino Aserrado/Debobinado.
- La empresa se ha constituido uno de los principales actores de este segmento, exportando a mercados de Vietnam, China, India y Corea del Sur.
- AF ha desarrollado vínculos directos con los compradores en los mercados de destino.

ii. Proveedores y Contratistas

AF se encuentra ligada por su empresa madre, AF Global SRL, a la Novillada S.A., empresa creada con el fin de comercializar agroquímicos para el sector forestal, entre los que se pueden detallar: insecticidas, fungicidas, herbicidas y fertilizantes.

AF tiene una larga trayectoria operando con contratistas. Está vinculada con unas 40 empresas, muchas de las cuales han estado desde el inicio. Todas estas empresas suman unas 600 personas.

Por otra parte, AF ha trabajado con la banca desde sus inicios, operando a la fecha con distintas instituciones bancarias, como ser el BROU, BBVA, HSBC y Banco Santander.

iii. Agro Empresa Forestal en Chile y Brasil

AF inició sus actividades en Chile en 2007, empleando unas 14 personas, opera con 10 contratistas y tiene una facturación de US$ 5 millones. A la fecha, opera unas 50.000 hectáreas entre las actividades de control de malezas y administración. Tiene entre sus clientes a Forestal Celco (Arauco), Forestal Valdivia (Arauco), Forestal Mininco (CMPC), Comaco y Massisa.

En Brasil AF comienza sus actividades en 2010, siendo el foco las operaciones de servicios en aplicación de herbicidas y administraciones forestales en los estados del sur. La empresa tiene un encargado comercial y está al comienzo de la implementación de su plan estratégico en este país.

iv Rol del Operador Forestal en el Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay 2

En la siguiente tabla se muestran las principales actividades y cuáles serán rol del operador y administrador forestal (Agroempresa Forestal) y cuáles serán ejecutadas con terceros.

ACTIVIDAD	Agroempresa Forestal (AF) o Tercerizada
Selección de campos, análisis de propiedades, negociación	AF
Modelaciones y proyecciones (plantación, venta, presupuestos, etc.).Estrategias de manejo silviculturales, vigilancia sanitaria, etc.	AF
Plantación	Tercerizada
Control de Malezas	Tercerizada
Fertilización	Tercerizada
Silvicultura y podas y raleos	Tercerizada
Mantenimiento de la Infraestructura	Tercerizado
Caminería	Tercerizada
Cosecha	Tercerizada
Venta de Madera	AF
Otras negociaciones comerciales (ej.: pastoreo)	AF
Transporte	Tercerizada
Preparación y coordinación para la certificación FSC de los Bosques	AF
Reporte operativo y comercial a inversores	AF
Relacionamiento con el entorno	AF
Contrato a Proveedores y control de ejecución y calidad	AF
Ejecución y supervisión de actividades de acuerdo a Manual de manejo de los Bosques, objetivos, estándares ambientales y marco legal	AF

X. ANEXOS

ANEXO 1

CONTRATO DE FIDEICOMISO FINANCIERO

CONTRATO DE FIDEICOMISO FINANCIERO

El presente contrato de fideicomiso financiero se celebra en Montevideo, el 14 de agosto de 2014, entre: **EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A.** (en adelante el "**Fiduciario**"), representado en este acto por Diego Rodriguez, con domicilio en Juncal 1392, Montevideo, RUT 21 476953 0012, e inscripción en el Registro Nacional de Comercio el 7 de abril de 2003 con el número 2014; **Agroempresa Forestal S.A.** (en adelante el "**Administrador**"), representado en este acto por Francisco Bonino, con domicilio en Av. Brasil 1061, Rivera; y los **Suscriptores Iniciales de los Valores** (en adelante los "**Fideicomitentes**" y conjuntamente con el Fiduciario y el Administrador, las "Partes").

1. DEFINICIONES

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

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

"**Activos Financieros**" son los indicados en la Cláusula 4 del Contrato.

"**Administrador**" es Agroempresa Forestal S.A.

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

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

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

"**BCU**" es el Banco Central del Uruguay.

"**Beneficiarios**" son los Titulares.

"**Bienes Fideicomitidos**" son todos los Activos que integran el patrimonio del Fideicomiso.

"**Bosques**" son los bosques que existan o se planten en los Inmuebles.

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

"**Comité de Vigilancia**" Es el comité que podrán designar los Beneficiarios de conformidad con lo establecido en la Cláusula 32 del Contrato.

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

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

"**Cuenta de Contingencias**" es la cuenta bancaria abierta por el Fiduciario a nombre

del Fideicomiso en el Banco, en la cual se depositarán los fondos correspondientes a la Reserva para Contingencias, en caso que exista.

"Cuenta Operativa" es la cuenta bancaria abierta por el Fiduciario a nombre del Fideicomiso en el Banco y operada por el Administrador, según poder otorgado por el Fiduciario, en la cual se depositarán los fondos necesarios para hacer frente a todos los gastos operativos del Fideicomiso.

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

"Cuentas" son la Cuenta Recaudadora, la Cuenta Operativa y la Cuenta de Contingencias.

"Decreto Reglamentario" es el decreto 516/003 del 11 de diciembre de 2003, sus modificativos y concordantes, que reglamentan la Ley.

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

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

"Documento de Emisión" es el documento mediante el cual el Fiduciario emite los Valores a favor de los Titulares.

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

"Ejercicio Anual" es en relación al Fideicomiso, cada ejercicio económico finalizado el 31 de diciembre de cada año.

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

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

"Fecha de Emisión" es la fecha en que se haga efectiva la emisión de los Valores, una vez registrada la oferta pública por el BCU.

"Fecha de Pago" es la fecha en que se realice un pago correspondiente a los Valores.

"Fideicomiso" es el fideicomiso que se constituye por el presente Contrato.

"Fideicomitentes" son los suscriptores iniciales de los Valores.

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

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

"Fondos Netos Distribuibles" son los fondos efectivamente percibidos por el Fideicomiso originados en rentas por la explotación del negocio, que surgen de deducir de las disponibilidades al cierre de ejercicio de cada año, las previsiones de gastos e inversiones a realizar en los próximos ejercicios económicos que sean determinadas de acuerdo al informe elaborado por el Administrador a tales efectos. El importe resultante, no podrá superar los resultados contables acumulados del Fideicomiso a dicho Cierre de Ejercicio.

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

"Gastos del Fideicomiso" son los gastos que se detallan en la Cláusula 34 del Contrato.

"Inmuebles" son los bienes inmuebles rurales más las plantaciones de árboles, que cumplen con los requisitos incluidos en el Plan de Negocios y que la Administradora siguiendo los procedimientos establecidos en el contrato haya solicitado al Fiduciario su inversión para integrarlos al patrimonio del Fideicomiso.

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

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

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

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

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

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

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

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

"Reserva de Liquidación del Fideicomiso" es la reserva que será constituida por el Fiduciario, y mantenida por este luego de la extinción del presente Fideicomiso, por las contingencias que se indican en la Cláusula 40 del Contrato.

"Reserva para Contingencias" es la reserva que podrá constituir el Fiduciario con fondos del Fideicomiso, para cubrir las contingencias del Fideicomiso durante el plazo de vigencia en la forma establecida en la Cláusula 39 del Contrato.

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

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

"Vinculados" significa: (a) tratándose de personas físicas: a los accionistas, socios, directores, gerentes, administradores, representantes, síndicos o integrantes de la Comisión Fiscal, y en general, todo integrante del personal superior del Fiduciario y/o del Administrador; (b) cualquier persona física que mantenga un vínculo familiar hasta el tercer grado de consanguinidad y segundo de afinidad, o bien sean cónyuges y/o concubinos de cualquier de las personas nombradas anteriormente; y (c) tratándose de personas jurídicas, se tendrán en cuenta los vínculos de control de acuerdo con lo previsto por el artículo 49 de la Ley N° 16.060.

2. PARTES INTERVINIENTES

Son partes de este Fideicomiso las siguientes:

(a) **Fideicomitentes:** son los suscriptores iniciales de los Valores.

(b) **Fiduciario:** es EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.

(c) **Beneficiarios:** son los Titulares.

(d) **Administrador:** es Agroempresa Forestal S.A.

3. CONSTITUCIÓN DEL FIDEICOMISO

De conformidad a lo previsto por la Ley, las Partes convienen constituir el Fideicomiso denominado ***"FIDEICOMISO FINANCIERO FORESTAL BOSQUES DEL URUGUAY 2"***, que se integrará con los importes a ser pagados por los Fideicomitentes en su carácter de suscriptores iniciales de los Valores, en las condiciones que se establecen en este Contrato y para ser destinados al cumplimiento de los fines del mismo.

El Fideicomiso entrará en vigencia en la Fecha de Emisión.

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

4. BIENES FIDEICOMITIDOS

Con los fondos provenientes de la colocación de los Valores, el Fiduciario invertirá tanto en la compra como arrendamiento de inmuebles rurales para el posterior desarrollo de la actividad silvícola, en las condiciones previstas en este Contrato, para que integren el patrimonio del Fideicomiso. La adquisición de inmuebles rurales se podrá realizar también mediante la celebración de promesas de enajenación de inmuebles a plazo. El Fiduciario invertirá en aquellos inmuebles que sean recomendados por la Administradora de acuerdo a lo previsto en el Plan de Negocios

siguiendo los procedimientos que se establecen en el presente Contrato.

Constituirán además Bienes Fideicomitidos los siguientes:

(a) los importes integrados por los suscriptores de los Valores que permanezcan en el Fideicomiso sin ser invertidos en Inmuebles;

(b) los importes que se mantengan en la Reserva para Contingencias; y

(c) todos los demás bienes, derechos de cualquier naturaleza que integren el patrimonio del Fideicomiso, incluyendo los Bosques, emergentes de la ejecución y desarrollo del Plan de Negocios y del propio funcionamiento del Fideicomiso y de las colocaciones transitorias realizadas en valores.

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

Los Fondos Líquidos podrán ser invertidos por el Fiduciario, únicamente en los siguientes Activos Financieros, que calcen con las necesidades de utilización de fondos en plazos y monedas, según las proyecciones que informe el Administrador:

(a) Valores emitidos por el Estado Uruguayo u otros entes estatales;

(b) Valores de renta fija emitidos por organismos internacionales de crédito o por gobiernos extranjeros de muy alta calificación crediticia;

(c) Depósitos en entidades de intermediación financiera locales calificadas AAA local.

5. PATRIMONIO DEL FIDEICOMISO

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

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

6. VALUACIÓN DEL PATRIMONIO DEL FIDEICOMISO

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

Anualmente se realizará una valuación de los Inmuebles y Bosques existentes, la que deberá ser realizada por un valuador de prestigio y con experiencia en la valuación de patrimonios forestales, el cual deberá ser elegido por el Administrador y contratado por el Fiduciario, con aprobación previa del Comité de Vigilancia.

7. FINALIDAD DEL FIDEICOMISO

Con los fondos que el Fiduciario obtenga por la colocación de los Valores, el Fideicomiso invertirá en la compra y/o arrendamiento de inmuebles rurales situados dentro del territorio de la República Oriental del Uruguay, los cuales serán destinados al desarrollo de la actividad forestal. La adquisición de inmuebles rurales se podrá realizar también mediante la celebración de promesas de enajenación de inmuebles a

plazo.

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

Queda establecido que toda la información contenida en el presente artículo se condiciona en su totalidad a los términos y condiciones estipulados en el Plan de Negocios que se adjunta como Anexo del presente.

8. ADMINISTRACIÓN DE LOS BIENES FIDEICOMITIDOS

El Fiduciario designa al Administrador, por medio del Contrato de Administración que se suscribe simultáneamente al presente, para cumplir la tarea de administrar los Bienes Fideicomitidos y llevar adelante la implementación del Plan de Negocios, con respecto al presente Fideicomiso y el Contrato de Administración. Sin perjuicio de esto, el Fiduciario mantendrá la responsabilidad por la gestión del Administrador por las tareas subcontratadas a éste.

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

9. FUNCIONES Y RESPONSABILIDADES DEL ADMINISTRADOR

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

(a) Ejecutar el Plan de Negocios, administrando los Bienes Fideicomitidos a tal fin.

(b) Seleccionar y analizar los Inmuebles a adquirir y/o arrendar y llevar adelante las negociaciones para la adquisición de los mismos. Previo a realizar las compras y/o arrendamientos, el Administrador deberá enviar al Comité de Vigilancia con al menos 5 Días Hábiles de anticipación a realizarse la compra, copia de los informes elaborados sobre el campo a adquirir, incluyendo el plan de forestación para el predio en cuestión. A efectos de las compras y/o arredramientos, se distinguen dos casos:

i. Compra autorizada tácitamente: En los casos en que se cumplan las siguientes restricciones, y si el Comité de Vigilancia no levantó observaciones en el plazo de 5 Días Hábiles, el Administrador podrá comprar/arrendar el predio en evaluación, siempre que:

- Precio de compra de Tierra: no será mayor en 10% del estimado para el proyecto.
- Distancia de Montevideo: menor a 370 km.
- Suelo Forestal: más del 60% del campo.
- Área que puede ser plantada: más del 50% del campo.
- Tasa de retorno esperada: mayor a 8.5%

- Monto de la operación: menor a 10 millones de dólares.

El Comité de Vigilancia podrá realizar en dicho plazo, observaciones referidas al no cumplimiento de las variables arriba mencionadas y debidamente fundadas. Si el Comité de Vigilancia realiza observaciones, las mismas serán vinculantes y se detendrá el proceso de compra y/o arrendamiento hasta que las mismas sean levantadas

ii. Compra con autorización de Comité de Vigilancia: En los casos donde las variables arriba mencionadas no se cumplan, el Administrador deberá pedir autorización al Comité de Vigilancia, el que deberá expedirse en un plazo de 5 Días Hábiles (salvo en los casos en que se encontrara fuera del país donde dispondrá de 10 Días Hábiles).

(c) Gestionar, coordinar, controlar y contratar las actividades con las empresas tercerizadas, siendo de cargo del Fideicomiso los costos por la contratación de éstas, de conformidad con lo dispuesto en la Cláusula 34.

(d) Comercializar la madera resultante de las plantaciones que se realicen en los Inmuebles.

(e) Llevar adelante otras negociaciones y actividades para el manejo de la explotación forestal, incluyendo el otorgamiento de predios en pastoreo.

(f) Preparación y coordinación para la certificación de los bosques (por ejemplo bajo el estándar FSC).

(g) Preparación de los reportes mensuales, trimestrales y anuales detallados en el Plan de Negocios.

(h) Llevar adelante todas las tareas necesarias para el relacionamiento con el entorno en donde se encuentran localizados los Inmuebles.

(i) Negociar los contratos que sean necesarios con los proveedores.

(j) Realizar los controles de ejecución y calidad de los proveedores y terceros que se contraten para desarrollar las actividades.

(k) Exigir y cumplir con todas las normativas, leyes, y obligaciones pertinentes al sector y al país.

(l) Recorrer los Inmuebles para definir técnicas que aseguren el estado sanitario de los Bosques.

(m) Planificar, dirigir la prevención y combate de incendios.

(n) Percibir de los Deudores cualquier suma que éstos deban abonar al Fideicomiso. A estos efectos, el Administrador podrá iniciar las acciones que sean necesarias para reclamar dichos pagos.

(o) Realizar pagos a cualquier acreedor del Fideicomiso, utilizando a tal fin los fondos que se transfieran a la Cuenta Operativa de acuerdo a lo que se establece en el presente Contrato. El Administrador tendrá acceso a los saldos y movimientos de las Cuentas, pero únicamente tendrá facultades para girar sobre los fondos depositados en la Cuenta Operativa.

(p) Realizar todas las compras, arrendamientos y contrataciones que resulten necesarias a fin de ejecutar el Plan de Negocios.

(q) Confeccionar el presupuesto anual del Fideicomiso de acuerdo al Plan de Negocios (el "Presupuesto"), el cual deberá ser puesto a disposición del Fiduciario, el Comité de Vigilancia y de los Titulares antes de los 15 Días Hábiles del comienzo de cada Ejercicio Anual de que se trate. El Presupuesto deberá estimar los costos, gastos y demás pagos que deba realizar el Administrador en virtud de la administración de los Bienes Fideicomitidos durante el período presupuestado, en todos los casos indicando su relación y grado de cumplimiento con el Plan de Negocios, así como toda otra información que el Administrador o el Fiduciario estimen relevante. El Presupuesto indicará el monto a ser depositado por el Fiduciario en la Cuenta Operativa que se estime necesario para el cumplimiento del Plan de Negocios durante el período abarcado por el Presupuesto de que se trate.

(r) Elaborar los informes trimestrales de gestión de acuerdo a la Cláusula 33 de este Contrato, en el cual se indique el desarrollo del programa de inversiones como así también cualquier información que pudiera resultar relevante a los Beneficiarios. Asimismo deberá informar al Fiduciario inmediatamente de ocurrido cualquier hecho o acto relacionado con la ejecución del Plan de Negocios que pudiera incidir considerablemente en la inversión realizada por los Titulares.

(s) Elaborar reportes trimestrales al Comité de Vigilancia, informando sobre las compras de agroquímicos detallándose: los precios de los mismos, su comparación con otras opciones del mercado y el proveedor.

(t) Determinar al finalizar cada Cierre de Ejercicio los Fondos Netos Distribuibles e informarlo al Fiduciario para efectuar los pagos que correspondan.

(u) Proponer a la Asamblea de Titulares la venta anticipada, de parte o el total de los Activos, en casos que entienda que exista una oportunidad que pueda resultar atractiva para los Titulares.

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

El Administrador será responsable por seleccionar y controlar a los contratistas que presten tareas para el Fideicomiso, aplicando a tales efectos los criterios para la selección y control de los contratistas establecidos en el Plan de Negocios.

Sin perjuicio de lo señalado, los criterios de selección y control podrán modificarse por cambios en la legislación o en la realidad donde se realice el trabajo. A estos efectos, el Administrador deberá proponer las modificaciones al Comité de Vigilancia para su aprobación.

El Administrador será responsable por los reclamos que se generen relacionados con empresas tercerizadas, solamente cuándo éstas se hayan iniciado por incumplimiento del Administrador de alguna de las obligaciones de control de contratistas establecidas en el Plan de Negocios. Si por el contrario el Administrador cumplió con todas sus

obligaciones, aplicando todos los criterios de selección y control establecidos, pero igualmente se genera un reclamo, entonces la responsabilidad será asumida directamente por el patrimonio del Fideicomiso.

El Administrador deberá entregar al Fiduciario, dentro de los 120 días de finalizado cada ejercicio fiscal, copia de los estados contables auditados del Administrador del ejercicio anterior. Dichos estados contables estarán a disposición de los Titulares que quieran tener acceso a los mismos.

10. ESTÁNDARES MÍNIMOS DE DESEMPEÑO DEL ADMINISTRADOR

El Administrador deberá cumplir con los siguientes estándares mínimos de desempeño en su gestión, los cuales se evaluarán anualmente, de acuerdo a los siguientes criterios:

(a) Compra y/o arrendamiento de tierras: dentro de los primeros 4 (cuatro años) años, a contar desde la Fecha de Emisión, deberá comprarse y/o arrendarse al menos el 50% de las tierras definidas en el Plan de Negocios. En el caso de que las compras y/o arrendamientos sean mayores al 50%, pero menores al total del proyecto, el Comité de Vigilancia podrá asesorar a la Asamblea de Titulares si se extiende el plazo de compra o se devuelve el dinero correspondiente a tierras no compradas y/o arrendadas, reduciéndose la superficie final del proyecto.

(b) Plantación: sobre las superficies compradas y/o arrendadas y evaluadas como plantables, se deberá haber plantado un 80% de las mismas como mínimo, cuando hayan transcurrido un plazo de 2 años desde la entrega de los campos por parte de los vendedores.

(c) Prendimiento: para el total de la superficie plantada cada año, deberá lograrse un prendimiento mínimo de 80% del stand objetivo. Esta evaluación se hará en mayo del año siguiente al año evaluado. En caso de eventos climáticos extremos, como sequías (déficit de precipitaciones iguales o mayores al 45% de la media del lugar en los 2 meses siguientes a la plantación) o granizadas que afecten la plantación; el Administrador no será responsable del incumplimiento de esta meta siempre que los mismos sean comprobables.

(d) Incremento Medio Anual ("IMA") de los Bosques: el Administrador deberá lograr que las plantaciones alcancen un IMA, igual o superior a 60% del IMA establecido en la curva de menor crecimiento del modelo de negocio para Eucaliptus Grandis y Dunni. A efectos de determinar dicho estándar de desempeño, se tomarán en cuenta los siguientes parámetros:

- Los datos de IMA se computarán a partir del año 7 de plantado el bosque.
- El IMA deberá estar por debajo del mínimo durante 3 años consecutivos para considerarse que se incumplió por parte del Administrador (partiendo en el año 7).
- No se consideraran los años donde existan incidencia de factores que son ajenos al control y responsabilidad del Administrador. Por ejemplo estos factores pueden ser:
    - Existencia de eventos climáticos extremos, principalmente cuando los registros de precipitaciones anuales estén un 40% por debajo de la media histórica del lugar en un año. Tampoco se computará

aquellos años en que la precipitación esté un 25% debajo de la media histórica del lugar en forma acumulada por dos o más años.
    - Cambios en el esquema de manejo de las plantaciones aprobados por el Comité de Vigilancia y que puedan significar un cambio significativo del IMA.
- No se tendrán en cuenta para el cálculo del IMA las superficies que:
    - Estén afectadas por enfermedades no atribuibles al manejo del Administrador.
    - Hayan sufrido incendios no atribuibles al manejo o control del Administrador.

El control sobre la compra y/o arrendamiento de tierras será realizado directamente por el Fiduciario en función de las compras y/o arrendamientos realizados.

A efectos de controlar los estándares de plantación y prendimiento (literales b y c anteriores), el Comité de Vigilancia designará a un técnico calificado para que lleve adelante las auditorías operativas que correspondan para verificar el cumplimiento por parte del Administrador de dichos estándares. Las auditorias operativas se deberán realizar semestralmente durante los primeros 3 años y posteriormente en forma anual.

Una vez entregados los reportes de las auditorias operativas, el Fiduciario comunicará los mismos a los Titulares.

El incumplimiento de cualquiera de estos estándares, será causa suficiente para que los Titulares por Mayoría Especial de Titulares resuelvan el cese del Administrador en sus funciones.

11. ACTUACIÓN DEL ADMINISTRADOR POR EL FIDEICOMISO

Cualquier cobro relacionado con los Bienes Fideicomitidos, sea en efectivo - mediante la percepción de sumas de dinero - en especie -, mediante la dación de bienes en pago -, así como cualquier renuncia, quita, espera o remisión de sumas a ser percibidas respecto de los Bienes Fideicomitidos, por cualquier concepto, y los recibos, instrumentos, o documentos que evidencien dichos actos jurídicos deberán ser suscriptos por el Administrador con la expresa constancia de que los mismos se otorgan por el Fideicomiso, para lo cual el Fiduciario otorgará poder al efecto al Administrador.

Todos los desembolsos a ser efectuados por el Fiduciario a efectos del cumplimiento del Plan de Negocios deberán ser previamente solicitados y justificados por el Administrador.

A efectos de hacer frente a los gastos operativos del Fideicomiso, el Fiduciario transferirá a la Cuenta Operativa dentro del plazo de 2 Días Hábiles de recibida la solicitud escrita por el Administrador, con fondos mantenidos en la Cuenta Recaudadora, los fondos que surjan del Presupuesto anual preparado por el Administrador.

Asimismo, el Fiduciario transferirá también a la Cuenta Operativa, dentro del plazo de 2 Días Hábiles de recibida la solicitud escrita por el Administrador, fondos adicionales que sean solicitados por el Administrador, necesarios para afrontar gastos extraordinarios del Fideicomiso, siempre que ellos no excedan el 20% del Presupuesto para el año que corresponda. En caso que sean necesarios importes por encima de dicho porcentaje, se deberá solicitar la aprobación previa del Comité de Vigilancia.

A los fines de llevar a cabo sus funciones bajo el Fideicomiso, el Administrador podrá, a su exclusivo criterio, adelantar fondos propios. Dichos fondos le serán reintegrados mensualmente por el Fiduciario siempre que ellos correspondan a las actividades establecidas en este contrato. Dichos adelantos no serán remunerados ni reconocerán ningún interés.

12. RENUNCIA DEL ADMINISTRADOR

El Administrador sólo podrá renunciar a sus obligaciones como Administrador bajo este Contrato cuando hubiere Justa Causa, en cuyo caso deberá cursar notificación por escrito al Fiduciario con una antelación no menor a los 90 (noventa) días, exponiendo claramente la causa de su renuncia.

Por Justa Causa se entiende el dictado de cualquier norma, ley, decreto, regulación, orden judicial o administrativa, o la ocurrencia de un hecho de fuerza mayor o caso fortuito, como consecuencia de los cuales el Administrador se vea sustancialmente afectado en forma adversa para cumplir con sus derechos y obligaciones bajo el presente, salvo en aquellos supuestos en los que hubiere mediado dolo o culpa grave del Administrador calificada como tal por una sentencia judicial firme o laudo dictado por un tribunal competente.

En su caso, la renuncia del Administrador no entrará en vigencia hasta que el Administrador sustituto haya asumido las responsabilidades y obligaciones del Administrador de conformidad con lo dispuesto en este Contrato.

El Administrador continuará percibiendo la retribución fija prevista hasta que se haga efectiva su renuncia. Si la renuncia ocurriera dentro de los 8 primeros años del Proyecto, el Administrador no tendrá derecho a cobrar Performance Fee, mientras que si la renuncia ocurre a partir del año 9, se pagará el Performance Fee que corresponda al momento de la renuncia. En caso de que el Fideicomiso no disponga de Fondos Líquidos para pagar el Performance Fee al momento de la renuncia, el Administrador deberá aguardar para el cobro al primer pago de distribuciones a los Titulares que ocurra, topeando su cobro en cada momento de distribución en el 50% de los fondos que se distribuyen.

13. CAUSALES DE REVOCACIÓN DEL ADMINISTRADOR

13.1. <u>Remoción con justa causa</u>

Por decisión de la Mayoría Especial de Titulares, se procederá la remoción del Administrador, sin que ello otorgue derecho a indemnización alguna, cuando ocurra cualquiera de estos hechos respecto del Administrador:

(a) incumplimiento calificado en cuanto a su naturaleza, gravedad y consecuencias de alguna de sus obligaciones, y no la remediare dentro del plazo de treinta (30) Días Hábiles de recibida la pertinente intimación del Fiduciario. A los efectos del presente, se entiende por incumplimiento calificado del Administrador, a modo ilustrativo los siguientes: i) no cumplir con las normas sobre conflictos de intereses previstas en la cláusula 15 de este Contrato; o ii) en caso de incumplir las obligaciones en materia de normativa laboral y de seguridad social;

(b) incumplimiento de cualquiera de los estándares mínimos de gestión establecidos en la Cláusula 10 de este Contrato;

(c) no brindare al Fiduciario la información correspondiente y necesaria, conforme al presente Contrato, para que el Fiduciario cumpla con la carga informativa que le es propia frente a los Titulares;

(d) no otorgare en tiempo oportuno los actos públicos y/o privados que fueran necesarios para el Fiduciario para cumplir con la finalidad del Fideicomiso;

(e) fuera decretado contra el Administrador un embargo, inhibición, o cualquier otra medida cautelar por un monto acumulado superior al diez por ciento (10%) del valor nominal de los Valores emitidos, y dichas medidas cautelares o definitivas no fueran levantadas en el plazo de treinta (30) Días Hábiles, exceptuando de este caso a las contingencias laborales entabladas al Fideicomiso por personal de las empresas tercerizadas;

(f) la disolución o concurso del Administrador;

(g) el BCU emitiera una nota, dictamen, resolución u opinión desfavorable sobre la actuación del Administrador, o sugirieran o solicitaran el cambio del Administrador.

(h) se produjera un cambio de control en el Administrador sin la autorización previa de la Mayoría Absoluta de Titulares. Se entiende por cambio de control un cambio en: i) la participación social o accionaria directa o indirecta en el Administrador mayor al 50% (cincuenta por ciento) de las acciones o participaciones sociales según corresponda, o ii) la dirección de la administración y políticas del Administrador, ya sea por un cambio en las participaciones sociales o acciones, por contrato o por cualquier otra forma; siempre que, cualquiera de las situaciones mencionadas en i) y ii) tuviera como consecuencia que el Administrador se encuentre bajo influencia directa o indirecta de otra u otras personas físicas o jurídicas distintas de aquéllas respecto de las que se encuentra al día de la fecha. No se tomarán en cuenta a efectos de considerar la existencia de un cambio de control, las transferencias de acciones que sean consecuencia de: i) ventas de acciones a personas físicas o jurídicas que tengan probada experiencia en administración de activos forestales y siempre que se cuente con la aprobación de la Mayoría Absoluta de Titulares, quienes se podrán oponer solamente por motivos fundados, b) transferencias de acciones a los herederos, en caso de fallecimiento de alguno de los accionistas, siempre que dichos herederos no participen en la administración del Administrador o en caso de hacerlo demuestren tener probada experiencia en la administración de activos forestales, según el procedimiento establecido en el numeral i) anterior (aprobación de la Mayoría Absoluta de Titulares, quienes se podrán oponer solamente por motivos fundados), o iii) transferencias entre los actuales accionistas controlantes.

El Administrador se obliga a informar al Fiduciario, en forma fehaciente, a más tardar al tercer Día Hábil siguiente al de haber tomado conocimiento por cualquier medio, el acaecimiento de cualquiera de las situaciones antes detalladas. El incumplimiento de esta obligación será también una causal de remoción del Administrador, excepto que el Administrador acredite en forma fehaciente que tales causales han cesado de existir.

El Administrador tendrá derecho a percibir la retribución prevista devengada hasta el momento de su remoción. Los gastos y honorarios relacionados con dicha remoción con causa, serán de cargo del Administrador.

13.2. Remoción sin justa causa

En el caso en que se remueva al Administrador sin expresión de causa por Mayoría Especial de Titulares, el Fiduciario deberá (cualquiera fuera el momento en que la remoción se comunique), abonar al Administrador una indemnización equivalente al performance fee proyectado por el Fiduciario al momento de la remoción, con un mínimo de US$ 1.003.119 (un millón tres mil ciento diecinueve Dólares). Si la remoción ocurriera durante los 3 (tres) primeros años del Fideicomiso, el monto calculado o el mínimo en caso de aplicar se reducirá en 50% (cincuenta por ciento).

Para el cálculo del Performance Fee a pagar, el Fiduciario partirá de la última valuación disponible y proyectará el valor del Fideicomiso al final del período inicialmente planteado. Para hacerlo podrá usar el modelo original del negocio o un modelo con el que el Comité de Vigilancia y el Administrador estén de acuerdo. Para estimar la evolución de las variables que se listan más abajo (salvo la evolución del valor de la Tierra), utilizará el valor promedio resultante de la opinión de dos consultoras reconocidas. El Administrador podrá elegir entre (a) cobrar en forma inmediata (10 Días Hábiles) el monto calculado por el Fiduciario, descontado desde el fin del plazo original del Proyecto a la fecha de la remoción a una tasa del 8% anual; o (b) aguardar al final del período original para cobrar el monto sin descuento.

Las variables a ajustar serán las siguientes:

- A definir mediante opinión de consultoras
  - Evolución esperada del precio de la Madera para las especies que haya plantado el Fideicomiso.
  - Evolución esperada del precio del pastoreo.
  - Inflación en pesos y evolución del tipo de cambio esperadas.
- Con evolución pre definida
  - Evolución esperada del precio de la Tierra. La evolución de su valor futuro será 3% anual en dólares (sobre la inflación de Estados Unidos de América).

La remoción sin causa justa no podrá realizarse a partir del año 15 del Proyecto o en caso de que ya haya sido definida una venta anticipada de los activos del Proyecto.

14. DESIGNACIÓN DEL ADMINISTRADOR SUSTITUTO

En cualquier caso de inhabilitación, remoción o cualquier otro supuesto de vacancia en el cargo del Administrador, el Fiduciario requerirá de inmediato el consentimiento de la Mayoría Absoluta de Titulares para el nombramiento del Administrador sustituto, a cuyo efecto propondrá como mínimo tres (3) posibles sustitutos.

Una vez designado por la Mayoría Absoluta de Titulares el Administrador sustituto, bastará la comunicación fehaciente al Administrador saliente de la designación y aceptación del cargo por parte del Administrador sustituto.

La sustitución del Administrador se hará efectiva una vez que se haya producido: (i) la designación del Administrador sustituto conforme lo dispuesto precedentemente, y (ii) la aceptación por parte del Administrador sustituto de dicha designación, la que deberá ser notificada al Fiduciario por escrito. Hasta tanto no se cumplan los requisitos antes mencionados, el Administrador deberá continuar en ejercicio de sus funciones.

Si dentro de los treinta (30) Días Hábiles de haber sido removido el Administrador por parte del Fiduciario, la Mayoría Absoluta de Titulares no hubiere designado un Administrador sustituto, o éste no hubiere asumido como tal, el Fiduciario podrá

proceder a la liquidación del Fideicomiso.

Todos los gastos relacionados con la remoción y el nombramiento del Administrador sustituto serán a cargo del Fideicomiso, excepto para el caso de remoción con causa en la cual los gastos serán de cargo del Administrador.

15. CONFLICTOS DE INTERESES

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

(a) En el cumplimiento de su política de inversión de los recursos del Fideicomiso, el Administrador actuará con absoluta independencia de otros intereses del área agroforestal, exigiendo a su personal vinculado con la toma de decisiones de inversión, un especial cuidado y transparencia en el proceso de toma de decisiones, de manera de evitar conflictos de interés y propender así a la mejor administración del Fideicomiso, buscando en todo momento que las operaciones de adquisición, enajenación y arrendamiento de activos que se hagan por cuenta del Fideicomiso se efectúen en exclusivo interés de los Beneficiarios.

(b) El Administrador y sus Vinculados no podrán realizar transacciones ni prestar servicios de cualquier naturaleza al Fideicomiso, salvo los previstos en el presente Contrato. El Administrador se obliga a presentar al Fiduciario a la firma de este Contrato, una declaración jurada indicando todos sus Vinculados y se obliga a actualizar la misma toda vez que exista algún cambio.

Sin perjuicio de lo mencionado, se autoriza expresamente al Administrador a comprar productos agroquímicos a la Novillada S.A. (empresa Vinculada al Administrador) en condiciones de mercado, para los cuales se deberá informar al Comité de Vigilancia mediante reportes periódicos. Ante cualquier observación del Comité de Vigilancia, la Mayoría Absoluta de Titulares podrá revocar la autorización para operar con la Novillada S.A.

(c) El Fideicomiso no podrá comprar ni arrendar tierras de propiedad del Administrador y/o sus Vinculados. Previo a toda compra o arrendamiento, el Administrador deberá presentar al Fiduciario una declaración jurada indicando que el vendedor no es Vinculado al Administrador. En caso que sin perjuicio de no tratarse de un Vinculado, exista entre el Administrador o su personal superior y el vendedor, un vínculo de consanguinidad hasta el tercer grado o de afinidad hasta el segundo grado, el Administrador deberá comunicarlo al Fiduciario y al Comité de Vigilancia, y solamente se podrá realizar la compra si la misma es previamente aprobada por el Comité de Vigilancia.

(d) El Fideicomiso no podrá efectuar operaciones con personas o entidades que sean propietarias de Valores por cuenta propia, sin importar quien sea el Titular registrado de dichos Valores, excepto que estas operaciones sean aprobadas por una Mayoría Absoluta de Titulares. Esta restricción no aplicará a aquellos Titulares que mantengan Valores por cuenta de terceros y así lo declaren expresamente.

(e) Queda estrictamente prohibido a los directores y gerentes del Administrador ofrecer asesorías, consultorías o cualquier otro servicio de la misma naturaleza al Fideicomiso

(f) El Fideicomiso tampoco podrá efectuar operaciones con personas deudoras del propio Administrador o de sus personas Vinculadas. No obstante, para estos efectos no se considerará como persona relacionada con el Administrador la que adquiera dicha condición como consecuencia de la inversión en ella de los recursos del Fideicomiso.

(g) El Administrador no podrá durante el período que el Fideicomiso se encuentre invirtiendo en tierras, ni directa ni indirectamente, participar en otros proyectos de fondos y fideicomisos forestales de oferta pública en Uruguay, que compren tierras en el área de injerencia del Fideicomiso, excepto que así sea autorizado por una Mayoría Especial de Titulares.

Finalizada la inversión en tierras por parte del Fideicomiso, el Administrador podrá participar en otros proyectos de fondos y fideicomisos forestales de oferta pública, previa notificación por escrito a los Titulares con al menos 60 días de anticipación.

(h) Las funciones de Fiduciario y Administrador deberán siempre mantenerse en forma independiente, no pudiendo las empresas que cumplan dichas funciones ser empresas Vinculadas.

16. EMISIÓN DE VALORES

De acuerdo a los fines del Fideicomiso, el Fiduciario emitirá Valores de acuerdo a los términos y condiciones que se indican a continuación y por un monto total que será de hasta US$ 70.000.000 (Dólares setenta millones).

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

Títulos a emitirse:	Certificados de Participación
Monto:	Hasta US$ 70.000.000
Moneda:	Dólar fondo
Distribuciones:	Toda vez que existan Fondos Netos Distribuibles luego de cada Cierre de Ejercicio, o al procederse a la venta de los Activos del Fideicomiso o por la distribución final de Fondos Netos Remanentes.
Precio:	100%
Fecha de Emisión:	Una vez registrada la oferta pública por el BCU
Inscripción:	Banco Central del Uruguay
Cotización:	Bolsa de Valores de Montevideo y/o BEVSA
Ley Aplicable:	Ley de la República Oriental del Uruguay

Los Valores serán escriturales y serán emitidos a favor de los Titulares mediante el Documento de Emisión.

En caso que no se suscriba al menos la suma de US$ 40.000.000 (Dólares cuarenta millones) de la totalidad de los Valores ofrecidos, el Fiduciario no procederá a realizar la emisión, salvo que cuente con la conformidad previa y por escrito de la mayoría absoluta de los inversores que suscribieron los Valores y del Administrador. En caso de no obtenerse dicha conformidad dentro del siguiente Día Hábil de realizada la suscripción, el Fiduciario deberá dejar sin efecto la emisión. En tal caso, el Fideicomiso se resolverá en forma automática, sin que se generen costos ni responsabilidades para ninguna de las partes.

17. SUBORDINACIÓN AL PAGO DE GASTOS

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

18. DISTRIBUCIÓN DEL FLUJO DE FONDOS. PRIVILEGIOS Y SUBORDINACIÓN

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

(a) a la cancelación de los Gastos del Fideicomiso, incluyendo los necesarios para la constitución del Fideicomiso, constitución de reservas, tributos, honorarios y comisiones del Fideicomiso;

(b) a la reposición de las reservas que correspondan;

(c) a la cancelación de los Pasivos que sean exigibles;

(d) a la realización de las inversiones que sean necesarias para llevar adelante el Plan de Negocios;

(e) a la distribución de fondos a los Titulares, de existir Fondos Netos Distribuibles; y

(f) a la distribución de Fondos Netos Remanentes con el producido de la liquidación del Fideicomiso.

19. SUSCRIPCIÓN E INTEGRACIÓN

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

La integración de los Valores se realizará de acuerdo a lo que será establecido por el Fiduciario en el Prospecto. La distribución de los Valores entre los inversores, en caso de recibirse suscripciones por montos mayores al ofrecido, será a prorrata de todas las solicitudes efectuadas.

El Administrador se obliga a presentar durante el período de suscripción de los Certificados de Participación una oferta de suscripción de Certificados de Participación

de un monto de al menos US$ 700.000 (Dólares setecientos mil). El incumplimiento de esta obligación será una causal de rescisión del Fideicomiso, sin que esto implique ningún costo o responsabilidad para los Titulares. Dicha participación en el Fideicomiso deberá ser mantenida por el Administrador durante toda la vida del Fideicomiso, siempre que continúe con su función como Administrador del Fideicomiso.

20. DEDUCCIONES DEL MONTO RECIBIDO POR LA EMISIÓN

De las sumas recibidas por la emisión de los Valores, se deducirán por parte del Fiduciario las sumas necesarias a efectos de ser aplicados por el Fiduciario a pagar gastos y honorarios derivados del presente Contrato (incluyendo los que han sido adelantados por el Administrador):

(a) la remuneración inicial del Fiduciario por el primer mes de administración;

(b) la remuneración de la Calificadora de Riesgos, por la calificación inicial de la emisión, equivalente a la suma de US$ 17.000 más IVA;

(c) la remuneración de la Entidad Representante de acuerdo a lo establecido en el Contrato de la Entidad Representante;

(d) la remuneración del estudio jurídico que ha intervenido en todo el proceso de estructuración de la emisión, Ferrere Abogados, equivalente a la suma de US$ 36.000 más IVA;

(e) la remuneración de la firma de consultoría financiera que ha intervenido en todo el proceso de estructuración de la emisión, CPA/Ferrere, equivalente a la suma de US$ 24.000 más IVA; y

(f) los gastos necesarios para obtener el registro o hacer posible el registro o comercialización de los Valores en la Bolsa Electrónica de Valores y/o en la Bolsa de Valores de Montevideo, si procediera.

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

21. ENTIDAD REGISTRANTE

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

La Entidad Registrante será la encargada de llevar el Registro en el que se anotarán el número de orden de cada Valor, los pagos realizados por los mismos que corresponden a cada Titular, y los datos identificatorios del Titular. También se inscribirán en el Registro todos los negocios jurídicos que se realicen con los Valores, y cualquier otra mención que derive de sus respectivas situaciones jurídicas; así como sus modificaciones.

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

En caso de duda sobre la titularidad de los derechos sobre los Valores, o en cualquier caso que así lo entienda conveniente, la Entidad Registrante podrá requerir la opinión de un asesor letrado independiente, o una sentencia declarativa de la Justicia, a fin de

asegurar la regularidad de su conducta como encargado del Registro.

La Entidad Registrante será responsable de todos los gastos generados por tales consultas o procedimientos judiciales, siempre que exista responsabilidad de la Entidad Registrante por el manejo del Registro. Fuera de los casos de responsabilidad de la Entidad Registrante, dichos gastos serán de cargo del Titular de los Valores, del Fiduciario o del patrimonio del Fideicomiso, según corresponda.

22. PLAZO DEL FIDEICOMISO

El Fideicomiso se mantendrá vigente y válido por un plazo máximo de 30 años, o hasta el momento en que se liquiden todos los Activos del Fideicomiso y se cancelen todas las obligaciones derivadas de este Contrato. La Mayoría Especial de Titulares podrá resolver transferir el patrimonio del Fideicomiso a un nuevo fidecomiso, previo al vencimiento del plazo máximo de 30 años.

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

Asimismo, el Fideicomiso se extinguirá, previa resolución de una Mayoría Especial de Titulares, en caso que: (i) no se obtenga la autorización para la compra de campos de acuerdo a la ley 18.092 en el plazo de un año de presentada la solicitud correspondiente; o (ii) no se obtenga autorización para plantar de parte del MGAP y de DINAMA en el plazo de tres años de realizada la Emisión.

Ocurrida la extinción del Fideicomiso, el Fiduciario procederá a la liquidación del Fideicomiso, elaborando un balance final de liquidación a tales efectos.

23. DESTINO DE LOS BIENES AL FINALIZAR EL FIDEICOMISO

Producida la extinción y liquidación del Fideicomiso, el Fiduciario estará obligado a liquidar los Bienes Fideicomitidos remanentes, así como a rescindir los contratos vigentes entre el Fideicomiso y terceros. Asimismo deberá entregar las sumas resultantes a los Titulares por su derecho de participación en el remanente derivado de los Valores.

En caso de insuficiencia del patrimonio del Fideicomiso para dar cumplimiento a las obligaciones contraídas por el Fiduciario frente a terceros, o en el caso de otras contingencias que pudieran afectar dicho cumplimiento, el Fiduciario citará a los Titulares a los efectos de que, reunidos en Asamblea de Titulares resuelvan sobre la forma de administración y liquidación del patrimonio.

En cualquier caso la liquidación del Fideicomiso se realizará en forma privada de acuerdo a lo establecido por la Ley.

24. OBLIGACIONES DEL FIDUCIARIO

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

(a) Administrar el patrimonio del Fideicomiso conforme a las disposiciones del presente Contrato y la normativa vigente.

(b) Emitir los Valores de acuerdo con los términos y condiciones establecidos en éste Contrato.

(c) Otorgar los poderes generales o especiales que se requieran para la consecución de los fines o para la defensa del patrimonio del Fideicomiso.

(d) Celebrar los contratos, convenios y demás actos que se requieran para el correcto cumplimiento de los fines del Fideicomiso que no se encuentren dentro de los previstos en la Cláusula 9 del presente contrato, a cargo del Administrador.

(e) Mantener a su costo un inventario y una contabilidad separada de los bienes, derechos y obligaciones que integran el patrimonio del Fideicomiso. En caso que sea fiduciario en varios negocios de fideicomiso, deberá llevar contabilidad separada de cada uno de ellos.

(f) Abstenerse de gravar los bienes fideicomitidos, excepto gravámenes involuntarios o forzosos que resulten por aplicación de disposiciones legales, reglamentarias o judiciales u otras que deba acatar.

(g) Abstenerse de tomar préstamos o celebrar operaciones financieras o cualquier otra operación por las cuales pueda resultar deudor con cargo a los bienes fideicomitidos, excepto lo establecido expresamente en este Contrato.

(h) Guardar reserva respecto de las operaciones, actos, contratos, documentos e información relacionada con el presente Contrato, sin perjuicio de lo cual estará autorizado a brindar información al Administrador sobre todas las actividades del Fideicomiso, quien estará obligado a guardar el mismo deber de reserva.

(i) Entregar al Administrador toda la información que sea necesaria para el cumplimiento de sus cometidos.

(j) Entregar los fondos que sean solicitados por el Administrador dentro de 2 Días Hábiles de recibida dicha solicitud de acuerdo a lo establecido en la Cláusula 11 de este Contrato.

(k) Enviar los reportes o informes dispuestos en la Cláusula 33.

(l) Una vez cancelados los Valores y demás obligaciones derivadas de este Contrato, deberá transferir los bienes del patrimonio fiduciario remanentes, de existir, a los Titulares.

(m) Informar anualmente a los Titulares sobre los Fondos Netos Distribuibles y las comisiones pagadas al Administrador.

(n) Conservar en su poder la documentación original vinculada con las compras y arrendamientos realizados por el Fideicomiso (títulos de propiedad, planos, antecedentes, contratos de arrendamiento).

(o) Controlar que el Administrador cumpla con sus obligaciones derivadas de este Contrato y del Contrato de Administrador, en todo lo que tiene que ver con obligaciones documentales (por oposición a todas las tareas que se desarrollan en los Inmuebles que el Fiduciario no está en condiciones de controlar).

25. FACULTADES DEL FIDUCIARIO

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

El Fiduciario tendrá la propiedad fiduciaria del patrimonio fideicomitido para el cumplimiento del objeto del Fideicomiso y en beneficio de los Beneficiarios, siguiendo a tal efecto las instrucciones que le imparta el Administrador, las que estarán siempre en un todo de acuerdo con los lineamientos dispuestos para cada caso por el Plan de Negocios.

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

26. PROHIBICIONES DEL FIDUCIARIO

El Fiduciario no podrá en ningún caso:

(a) Liberarse de su obligación de rendir cuentas de acuerdo a los términos incluidos en este Contrato.

(b) Liberarse de responsabilidad por actos culposos o dolosos realizados por él o por sus dependientes o por el Administrador.

(c) Afianzar, avalar o garantizar de algún modo a los Titulares el resultado del Fideicomiso o las operaciones, actos y contratos que realice con los bienes fideicomitidos.

(d) Realizar operaciones, actos o contratos con los bienes fideicomitidos, en beneficio propio, de sus directores o personal superior, o de las personas jurídicas donde éstos tengan una posición de control o dirección.

(e) Realizar cualquier otro acto o negocio jurídico con los bienes fideicomitidos respecto del cual tenga un interés propio, salvo autorización conjunta y expresa de la Mayoría Absoluta de Titulares.

27. RESPONSABILIDADES DEL FIDUCIARIO

El Fiduciario se limitará a cumplir con las obligaciones descritas en este Contrato. El Fiduciario no será responsable por el incumplimiento de sus obligaciones por caso fortuito o fuerza mayor.

El Fiduciario sólo será responsable de los actos que realice en cumplimiento de los fines del Fideicomiso, con el patrimonio del mismo y hasta el monto que éste alcance. El Fiduciario no responde por las obligaciones asumidas en nombre del Fideicomiso frente a los Titulares y otros terceros.

El Fiduciario será responsable por las tareas, correspondientes a su función, que subcontrate, todas las cuales son a su costo.

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

28. CESE DEL FIDUCIARIO

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

(a) Por la pérdida de alguna de las condiciones exigidas para el ejercicio de sus funciones.

(b) Por disolución o concurso del Fiduciario.

(c) Por la cancelación de la inscripción en el registro dispuesta por el BCU.

(d) Por renuncia de acuerdo a los términos de la Cláusula 29 siguiente de este Contrato.

(e) Por su sustitución de acuerdo a los términos de la Cláusula 30 de este Contrato.

(f) Por remoción judicial, en caso de incumplimiento de las obligaciones impuestas por la ley o por el presente Contrato.

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

El Fiduciario sustituto será designado por parte de la Mayoría Absoluta de Titulares dentro de los plazos indicados en las cláusulas siguientes para los casos de renuncia o sustitución, o dentro de un plazo de 60 días para el resto de los casos.

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

El Administrador no podrá en ningún caso asumir funciones como fiduciario del Fideicomiso.

29. RENUNCIA DEL FIDUCIARIO

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

(a) Ante la imposición de cualquier impuesto o carga que grave al Fiduciario y/o las ganancias generadas por el mismo, y que a criterio del Fiduciario torne inconveniente su continuación.

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

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

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

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

En caso que la Mayoría Absoluta de Titulares no enviaran la notificación comunicando el nombramiento del fiduciario sucesor dentro del referido plazo de 60 días, el Fiduciario pondrá el patrimonio del Fideicomiso a disposición de la sede judicial competente para la designación del mismo.

El Administrador no podrá en ningún caso asumir funciones como fiduciario del Fideicomiso.

30. SUSTITUCIÓN DEL FIDUCIARIO

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

La Mayoría Especial de Titulares podrá también sustituir al Fiduciario sin expresión de motivos, debiéndose en tal caso abonarse al Fiduciario una indemnización equivalente a un año de sus honorarios al momento de la remoción.

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

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

El nuevo Fiduciario y/o la Mayoría Especial de Titulares comunicarán al Administrador dicha sustitución y los datos de la nueva entidad que asumirá la calidad de fiduciario del presente Fideicomiso.

31. ASAMBLEA DE TITULARES

31.1 Forma de actuación de los Titulares

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

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

31.2 Asambleas de Titulares

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

Fecha y lugar de las Asambleas: Las Asambleas tendrán lugar en la ciudad de Montevideo en el lugar que la Entidad Representante determine y, en cuanto a su constitución y funcionamiento para adoptar resoluciones, se aplicarán las disposiciones sobre asambleas de accionistas establecidas en la Ley Nº 16.060 (arts. 345, 346 y 347), en todo lo que no se oponga a lo dispuesto en este Contrato o en el Documento de Emisión o en el Prospecto.

Día de cierre de registro: La Entidad Representante podrá establecer un día de cierre de registro de los Titulares, a fin de determinar la identidad de los mismos.

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

31.3 Desarrollo de las Asambleas

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

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

Procedimiento para el desarrollo de la Asamblea: la Entidad Representante tendrá plenas y amplias facultades para resolver en forma inapelable cualquier duda o controversia que se plantee respecto al procedimiento para llevar a cabo la asamblea, pudiendo reglamentar su funcionamiento en cualquier momento, incluso durante el desarrollo de la asamblea, y sin que tal reglamentación, decisión o interpretación sea un precedente para otras situaciones en la misma asamblea ni para asambleas

futuras, conservando la Entidad Representante en todos los casos las más amplias facultades de decisión inapelables. La Entidad Representante podrá disponer, entre otros aspectos, que una votación sea secreta.

Quórum de asistencia: El quórum de asistencia requerido para que la asamblea sesione válidamente será de Titulares que representen un porcentaje del valor nominal de los Valores, que sea igual o mayor al porcentaje que corresponda a las mayorías que se requieran para adoptar las decisiones que se proponen.

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

Mayoría Absoluta de Titulares: Toda resolución de Titulares se adoptará por el voto conforme de al menos dos Titulares cuyos Valores representen en conjunto un valor nominal superior al 50% (cincuenta por ciento) del valor nominal de los Valores emitidos, deducidos los Valores propiedad de los accionistas del Fiduciario, empresas o personas vinculadas, controlantes o controladas según lo definen los artículos 48 y 49 de la Ley 16.060, salvo que este Contrato, el Contrato de Entidad Representante, el Documento de Emisión o la legislación vigente requieran una mayoría superior.

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

Derecho a voto: Tendrán derecho a voto aquellos Titulares presentes en la Asamblea que estén debidamente registrados como Titulares de Valores según el registro llevado por la Entidad Registrante. Cada Certificado de Participación dará derecho a un voto. A fin de determinar los quórum para sesionar y las mayorías correspondientes para resolver, no se tendrán en cuenta ni tendrán derecho a voto aquellos Valores que hubieran sido adquiridos por los accionistas del Fiduciario, empresas o personas vinculadas, controlantes o controladas según lo definen los artículos 48 y 49 de la Ley 16.060. La Entidad Representante podrá exigirle al Fiduciario que declare por escrito y bajo su responsabilidad si ha adquirido, directa o indirectamente, Valores o si está en conocimiento de que lo hayan hecho sus accionistas, vinculadas, controlantes o controladas (según lo definen los artículos 48 y 49 de la ley 16.060) y que indique su monto. Tampoco se tendrán en cuenta para determinar el quórum ni para la adopción de resolución, los Certificados de Participación que sean propiedad del Administrador y de sus Personas Vinculadas –en forma directa o indirecta-, en aquellas Asambleas de Titulares en las que se resuelva determinar la existencia de incumplimientos del Administrador, iniciar acciones legales contra el mismo o su remoción.

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

31.4 Competencia de las Asambleas

La Asamblea tendrá competencia para adoptar resolución sobre cualquier asunto contenido en el orden del día.

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

(a) Modificar las condiciones de emisión de los Valores.

(b) Consagrar la forma de enajenación de los bienes del patrimonio fiduciario.

(c) Designar a la persona que tendrá a su cargo la enajenación del patrimonio como unidad de los bienes que la conforman.

(d) La extinción del Fideicomiso en caso de insuficiencia patrimonial del Fideicomiso.

(e) Aprobar la venta anticipada, de parte o el total de los Activos, a partir del quinto año, a propuesta del Administrador, o a propuesta de la Mayoría Especial de Titulares, en éste último caso siempre que dicha venta implique que la Tasa de Retorno (TIR) del proyecto sea superior al 9.5%,.

(f) Aprobar cambios al Plan de Negocios, a propuesta del Administrador.

(g) Aprobar la prórroga de la venta de los Activos al final del proyecto forestal descripto en el Plan de Negocios, por hasta un plazo de 3 años. También podrá aprobar la prórroga por más de 3 años pero siempre que se cuente con el consentimiento del Administrador.

(h) La sustitución de la Entidad Representante.

32. COMITÉ DE VIGILANCIA

Con el fin de garantizar la transparencia de la gestión del Administrador y del Fiduciario, se constituirá un órgano de control interno denominado Comité de Vigilancia, cuyos miembros iniciales deberán ser designados por una Mayoría Absoluta de Titulares dentro de los 45 días de realizada la emisión de los Valores.

El Comité de Vigilancia estará compuesto por hasta 3 miembros representantes de los Titulares, que serán elegidos por una Mayoría Absoluta de Titulares. Se tratarán de cargos de un año de duración, pudiendo ser reelegidos. Los cargos en el Comité de Vigilancia serán honorarios, pudiendo uno de dichos cargos ser rentado con cargo al Fideicomiso, en caso que así lo resuelva la Mayoría Absoluta de Titulares. No podrán integrar el Comité de Vigilancia quienes sean Vinculados respecto del Administrador y del Fiduciario. El Administrador tendrá poder de veto en caso que entienda que los miembros del Comité de Vigilancia tengan un conflicto de intereses con el proyecto. En oportunidad de su constitución y en cada renovación de sus integrantes deberá definirse el presupuesto de ingresos y gastos del Comité de Vigilancia. El Comité de Vigilancia se reunirá a solicitud de cualquiera de sus integrantes, sesionará con la presencia de la mayoría absoluta de sus miembros, y las decisiones se adoptarán por mayoría de los miembros presentes.

Las atribuciones del Comité de Vigilancia serán:

(a) Comprobar que el Administrador cumpla lo dispuesto en este contrato de Fideicomiso, el Plan de Negocios y el Prospecto Informativo, para lo cual sus miembros tendrán, actuando con razonabilidad, las más amplias facultades de inspección, revisión, consulta, solicitudes de aclaración o ampliación respecto de la información presentada, relacionadas con las actividades desarrolladas por el Administrador y/o el Fiduciario, bajo el presente Contrato.

(b) Verificar que la información para los Titulares sea suficiente, veraz y oportuna;

(c) Aprobar o realizar observaciones a las compras/arrendamientos de tierras, de acuerdo a lo establecido en la cláusula 9 literal (b) de este Contrato.

(d) Aprobar la compra o el arrendamiento de tierras cuando las contrapartes sean Vinculadas al Administrador, para lo cual contará con un plazo de 10 Días Hábiles.

(e) Aprobar la solicitud del Administrador por fondos adicionales, necesarios para afrontar gastos extraordinarios del Fideicomiso, que excedan el 20% del Presupuesto para el año que corresponda, para lo cual contará con un plazo de 10 Días Hábiles.

(f) Constatar que las inversiones, gastos, u operaciones del Fideicomiso se realicen de acuerdo con este Contrato o según la evolución del mercado y del sector. En caso que el Comité de Vigilancia determine que el Administrador ha actuado en contravención a dichas normas, podrá solicitar al Fiduciario informe de esta situación a los Titulares;

(g) Contratar los servicios necesarios para el cumplimiento de sus funciones, los cuales serán de su cargo y comprendidos en su remuneración.

(h) Designar al técnico calificado para que lleve adelante las auditorías operativas de cumplimiento de los estándares mínimos de gestión. Éstas se prestarán semestralmente por los primeros 2 años de adquirido cada campo, y posteriormente en forma anual. El costo de estas auditorías será de cargo del Fideicomiso.

(i) Revisar los resultados de todas las auditorías que se practiquen.

(j) Aprobar los valuadores que anualmente realizarán una valuación de los Inmuebles y Bosques existentes del Fideicomiso, para lo cual contará con un plazo de 10 Días Hábiles.

(k) Aprobar las modificaciones en los criterios de selección y control de proveedores propuestos por el Administrador, para lo cual contará con un plazo de 10 Días Hábiles.

(l) Elaborar y presentar a los Titulares y al Fiduciario en forma trimestral, un Informe detallando las tareas de fiscalización y control realizadas durante dicho trimestre, el cual deberá ser presentado dentro de los 30 días de finalizado cada trimestre.

Los miembros del Comité de Vigilancia están obligados a guardar reserva respecto de los negocios y de la información del Fideicomiso a que tengan acceso en razón de su cargo y que no haya sido divulgada por el Fiduciario o el Administrador, no rigiendo dicha reserva respecto a la información que brinden a los Titulares.

La actuación del Comité de Vigilancia no eximirá al Administrador de su responsabilidad por su actuación.

33. INFORMACIÓN Y RENDICIÓN DE CUENTA A LOS TITULARES

El Fiduciario enviará a cada Titular, a su domicilio registrado y a la Calificadora de Riesgo:

- Trimestralmente: copia del informe del Administrador en el cual se indique el desarrollo del programa de inversiones como así también cualquier información que pudiera resultar relevante a los Beneficiarios.
- Semestralmente: un informe con los Estados Contables del Fideicomiso y copia de los reportes operativos y comerciales trimestrales preparados por el Administrador.
- Anualmente: copia de los Estados Contables del Fideicomiso, un informe sobre los Fondos Netos Distribuibles de existir, comisiones pagadas al Administrador, copia del informe anual operativo y comercial preparado por el Administrador y el presupuesto anual del Fideicomiso preparado por el Administrador.
- A los Titulares que así lo requieran, el Fiduciario le enviará copia de los informes de las auditorías técnicas, así como las tasaciones que se realicen de los Inmuebles.

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

Luego de la aprobación expresa o tácita, el Fiduciario quedará libre de toda responsabilidad frente a los Titulares presentes o futuros y a todos los demás antes los que se hubieran rendido cuentas, por todos los actos ocurridos durante el período de la cuenta.

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

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

34. GASTOS, TRIBUTOS Y OTROS COSTOS DEL FIDEICOMISO

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

Constituirán Gastos del Fideicomiso, entre otros:

(a) los gastos e impuestos de constitución del Fideicomiso;

(b) los impuestos del Fideicomiso;

(c) los honorarios del Fiduciario, del Administrador y de la Entidad Representante;

(d) todos los costos correspondientes a la contratación de empresas tercerizadas;

(e) todo gasto que se derive, devengue, cobre o en que se incurra para realizar las plantaciones y la administración y mantenimiento de los Bosques e Inmuebles

(f) todo gastos en que se incurra con ocasión de la adquisición, arrendamiento, enajenación, rescate, reinversión o transferencia de Activos del Fideicomiso, gastos que demande la transferencia de fondos a los Titulares, seguros, mantenimiento de cuentas y los gastos relacionados con las mismas, y gastos de custodia;

(g) honorarios profesionales de abogados y auditores del Fideicomiso, asesores legales del Fiduciario y del Administrador que sean requeridos por la administración del Fideicomiso, arquitectos, ingenieros, tasadores, peritos u otros profesionales cuyos servicios sea necesario contratar para el adecuado funcionamiento del Fideicomiso, así como los gastos necesarios para realizar los informes, auditorías externas, tasaciones, peritajes y otros trabajos que esos profesionales realicen;

(h) honorarios y gastos por la calificación de riesgo de los Valores;

(i) gastos de liquidación del Fideicomiso;

(j) gastos de publicaciones que deban realizarse en conformidad a la normativa aplicable, incluyendo los gastos razonables de publicación o notificación, convocatoria y realización de las Asambleas de Titulares, de ser necesario;

(k) los gastos de adquisición y/o arrendamiento de los Inmuebles. En el caso de los honorarios y montepíos notariales por adquisiciones, los mismos no podrán superar en su conjunto el 1% del valor de la adquisición;

(l) comisiones inmobiliarias, las cuales no podrán superar US$ 50 por hectárea; en caso que sean superiores se deberá pedir autorización al Comité de Vigilancia

(m) los adelantos en concepto de reservas, señas a cuenta de precio, depósitos en garantía y similares, que deban constituirse en relación con ofertas u opciones de compra, adquisiciones o arrendamientos, previo a la inversión;

(n) gastos correspondientes a intereses, impuestos y demás gastos derivados de créditos contratados por cuenta del Fideicomiso, así como los intereses de toda otra obligación del Fideicomiso u otro gasto financiero;

(o) costas y costos, honorarios profesionales y otros gastos de orden procesal en que se incurra con ocasión de la representación en juicio de los intereses del Fideicomiso y/o por la actuación en juicio del Fiduciario y/o del Administrador en el ejercicio de sus funciones, incluidos aquellos de carácter extrajudicial que tengan por objeto precaver o poner término a litigios;

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

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

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

35. RETRIBUCIÓN DEL FIDUCIARIO

En compensación por los servicios que el Fiduciario se obliga a prestar por el presente Contrato por la administración del presente Fideicomiso, el Fiduciario percibirá UI 73.000 (Unidades Indexadas setenta y tres mil) por mes, que serán pagados dentro de los primeros 10 días de cada mes.

A dicha retribución debe agregársele el correspondiente Impuesto al Valor Agregado.

La retribución será de cargo del patrimonio del Fideicomiso.

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

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

La retribución del Fiduciario incluye el asesoramiento fiscal y financiero para invertir los Fondos Líquidos.

36. RETRIBUCIÓN DEL ADMINISTRADOR

En compensación por los servicios que el Administrador se obliga a prestar por el presente Contrato, el Administrador percibirá a modo de retribución, de conformidad con los términos establecidos en el Prospecto:

(a) una cantidad fija anual que se calculará como 1% del monto emitido, equivalente si la emisión se hace por el total a US$ 700.000 (dólares americanos (quinientos cincuenta y cinco mil ciento veinte y ocho) ajustada según paramétrica y coeficiente anual de conformidad con lo establecido en la cláusula 14 (a) del Anexo (Plan de Negocio); estableciéndose que dicho monto, luego de ser ajustado por la paramétrica no podrá ser mayor al 1,5% del valor del monto resultante de la valuación anual del Fideicomiso, excepto durante los años de integración del capital.

(b) una compensación por desempeño ("Performance Fee") en caso que la Tasa de Retorno (TIR) del proyecto sea superior al 8%, percibiendo el Administrador un 12% del retorno adicional, la cual será calculada por el Fiduciario.

A efectos de determinar el monto del Performance Fee, se calculará la Tasa Interna de Retorno del Proyecto en el último año de operación del Fideicomiso, considerando los flujos de fondos libres obtenidos por los inversores durante el período y el valor del patrimonio del fideicomiso, previo a su liquidación. La inversión inicial (US$ 60.000.000) se actualizará en ese año, utilizando la tasa de descuento del 8%. A la

diferencia resultante entre la inversión inicial actualizada a la TIR y la inversión actualizada al 8%, se le aplicará el porcentaje del 12%, obteniéndose de esta forma, el Performance Fee a pagar al Administrador en el último año.

A dichas retribuciones debe agregársele el correspondiente Impuesto al Valor Agregado.

Dichas retribuciones serán de cargo del patrimonio del Fideicomiso.

El pago de la retribución fija se hará efectivo dentro de los diez Días Hábiles del mes siguiente al que corresponda, contra la presentación de la factura del Administrador. Y en caso de corresponder el pago por desempeño, se hará cuando se liquiden los activos.

Los impuestos presentes o futuros que graven dichos pagos al Administrador por la administración del Fideicomiso, excluido el Impuesto a la Renta del Administrador, serán con cargo a los Activos del Fideicomiso.

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

37. INDEMNIDAD DEL FIDUCIARIO

El Fiduciario será mantenido indemne con cargo a los Bienes Fideicomitidos, en caso que se presente alguna reclamación, procedimiento o demanda en contra del Fiduciario y/o sus empleados o representantes, en virtud de cualquiera de los actos realizados con relación al presente Fideicomiso, excepto por culpa grave o dolo del Fiduciario o de sus empleados o representantes.

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

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

38. INDEMNIDAD DEL ADMINISTRADOR

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

El Fiduciario mantendrá indemne al Administrador -en forma directa y excluyente- sin importar limitación, por cualquier pérdida, costo y/o gasto que el Administrador, sus empleados o representantes puedan sufrir como consecuencia, en ocasión y/o con motivo de cualquier pago a terceros fundado en el incumplimiento de obligaciones asumidas por el Fiduciario; salvo que exista dolo o culpa grave del Administrador, sus empleados o representantes.

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

39. RESERVA PARA CONTINGENCIAS

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

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

La Reserva para Contingencias será fondeada en cualquier momento y, sin perjuicio del orden de aplicación de fondos acordado en la Cláusula 18, con importes provenientes de Fondos Líquidos. El Fiduciario y/o el Administrador, de no ser indemnizados, tendrán derecho a cobrarse de los fondos depositados en la Cuenta para Contingencias.

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

40. RESERVA DE LIQUIDACIÓN DEL FIDEICOMISO

Cuando se proceda a la liquidación del Fideicomiso, el Fiduciario podrá constituir una Reserva de Liquidación del Fideicomiso con fondos procedentes del patrimonio del Fideicomiso, para hacer frente al pago de eventuales contingencias fiscales u de otro tipo que recaigan sobre el Fideicomiso devengados hasta su liquidación, si los hubiere o pudiere haberlos y que fueran determinados o determinables a la fecha de su liquidación o extinción, y siempre que exista duda razonable sobre la existencia de dichas contingencias debido a la interpretación conflictiva de normas particulares al respecto.

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

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

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

41. MORA AUTOMÁTICA

La mora en el cumplimiento de las obligaciones establecidas en el presente Contrato se producirá de pleno derecho sin necesidad de interpelación judicial o extrajudicial de clase alguna.

42. JURISDICCIÓN Y LEY APLICABLE

El presente Contrato se rige por y está sujeto a las leyes de la República Oriental del Uruguay. Para cualquier cuestión que se suscite en relación con este Contrato, serán competentes los Tribunales de la ciudad de Montevideo.

43. COMUNICACIONES

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

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

44. REGISTRO DEL FIDEICOMISO

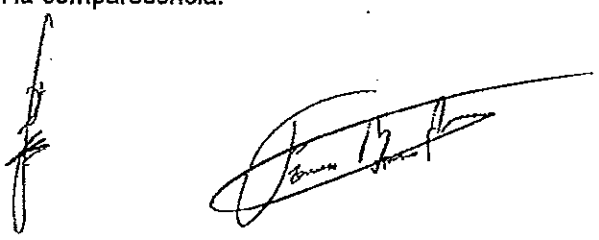
El presente Contrato de Fideicomiso será inscripto de acuerdo a lo establecido por el artículo 17 de la Ley 17.703 y 2 del Decreto 516/003, en el Registro Nacional de Actos Personales, Sección Universalidades.

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

45. CERTIFICACIÓN DE FIRMAS

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

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



ANEXO AL CONTRATO DE FIDEICOMISO

PLAN DE NEGOCIO DEL PROYECTO

1. UBICACIÓN DEL PROYECTO

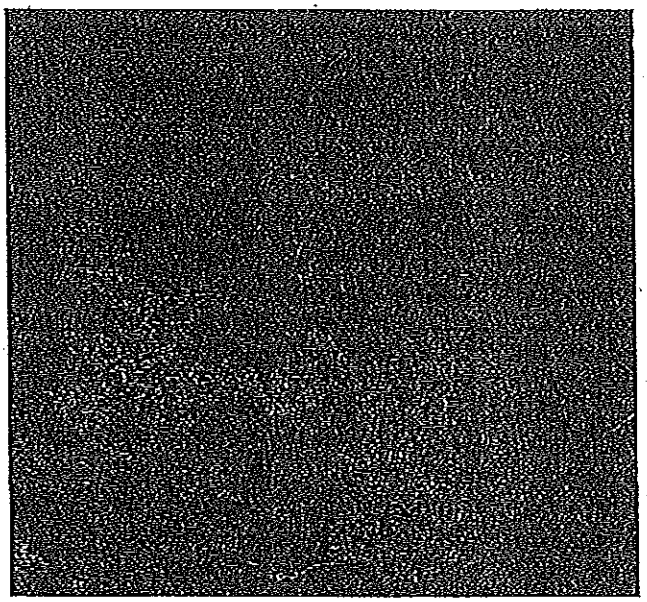
Para optimizar la gestión del emprendimiento forestal, el Administrador procederá a valorar de modo conjunto, los siguientes recursos:

(i) La prioridad forestal de los campos y tierras;
(ii) La accesibilidad vial y administración logística;
(iii) La accesibilidad comercial y el potencial rendimiento en usos industriales (por nueva instalaciones de industrias).

Atendiendo las mencionadas variables, se desprende que la compra o arrendamiento de los campos forestales se concentrará en la zona centro-este del territorio. Se precisa que, por razones de mayor disponibilidad, el Administrador optará preferentemente por campos dentro de los grupos de suelos con índice Coneat 2 y 8.

- **Grupo suelos Coneat 2**- Se ubican en una franja irregular que va en dirección sudoeste – noreste desde Piriápolis (Maldonado), pasa por Lavalleja, Treinta y Tres hasta Cerro Largo. El paisaje es de sierras, con afloramientos rocosos de densidad variable y colinas.
- **Grupo Suelos Coneat 8**- Agrupa a las asociaciones de suelos de texturas arenosas y fertilidad baja, aunque superior a los suelos de la Zona 7, con mayores posibilidades agrícolas y en general menos profundas que aquellos. El material geológico esta formado por areniscas de las formaciones Devónicas y San Gregorio-Tres Islas, o materiales arenosos depositados sobre esas formaciones. El uso principal es la ganadería de cría y de ciclo completo. La vegetación es de pradera estival con pocas especies finas y de baja producción invernal.

Mapa de suelos con prioridad forestal y regiones donde se ubicarán los campos de Bosques del Uruguay



En cuanto al acceso y logística de transporte, se buscarán campos con aptitud para plantar las especies del proyecto, con el objetivo que la distancia promedio no supere los 270 km. Es menester destacar que la zona este, es una región con altas probabilidades de instalación de nuevas industrias de aserrado y de mejoras en la infraestructura ferroviaria.

Aunque la región antes mencionada es la que ofrece mayor oferta de tierras para forestar, existen otras zonas donde se puede lograr un excelente crecimiento para los árboles y que podrían ofrecer campos ya forestados. Este es el caso de Rivera y Tacuarembó, que serán considerados como posibles localizaciones en caso de existir ofertas concretas de bosques a la venta en una escala adecuada para el proyecto.

2. ESPECIES A PLANTAR

El modelo silvícola que se ha decidido adoptar, se asienta en la plantación del género Eucalyptus especies dunnii y grandis o sus subespecies.

Haciendo referencia al género Eucalyptus, Uruguay está entre los cinco países con mayor área plantada en el mundo, detrás de India, Brasil, China y Australia. En la especie E.Grandis se habían plantado hasta el 2012 (DGF, MGAP) más de 247.000 hectáreas en el país, mientras que la de E. Dunnii supera las 80.000 hectáreas.

En algunas situaciones donde aplique mejor desde un punto de vista del lugar a plantar o del mercado podrá usarse Pinus Taeda en un porcentaje no superior al 50% del área.

Principales características del Fideicomiso Bosques del Uruguay 2

	Unidad	Valor
Superficie de campo adquirida	Hectáreas	13.400
Superficie de campo arrendada	Hectáreas	800

Superficie total de campo forestada	Hectáreas		8.804
Aprovechamiento de los Campos	%		62
Plantación de E. grandis	Hectáreas (%)		5.617 (64)
Plantación de E. dunnii	Hectáreas (%)		3.187 (36)
Tiempo a Cosecha Final			
E. grandis		18	
E. dunnii	Años	9	
P. taeda		20	
Crecimiento Anual (IMA)			
E. grandis		23.5	
E. dunnii	M^3/ha/año	21.9	
P. taeda		17	
Volumen Total Madera Producida			
Pulpa	Millones de m^3	2,6	
Aserrado		1.00	

(Datos estimados)

Eucalyptus grandis

Es la especie más plantada en áreas tropicales y subtropicales de cuatro continentes para uso industrial de madera. Se han llevado a cabo programas masivos en Sudáfrica y en Brasil y existen plantaciones comerciales en Angola, Argentina, India, Uruguay, Congo, Zambia y Zimbabue. En el pasado reciente, el principal uso de este árbol ha sido para madera sólida.

El clima en la distribución natural del eucalipto rosado es subtropical húmedo, con unas temperaturas mínimas promedio durante los meses más fríos de entre 2 y 10°C y unas temperaturas máximas promedio de cerca de 29°C durante los meses más calientes, y con precipitaciones promedio de 1020 y 1780 mm anuales. En cuanto a los usos, la albura del E. grandis es de un color rosado pálido y el duramen es de rojo claro a oscuro. La madera tiene una fibra recta, una textura tosca y es moderadamente fuerte. La madera del eucalipto rosado se usa para la construcción general, ensambladuras, entrepaños, la construcción de botes, pisos, postes para el alambrado, postes de cercas, etc. Como ventajas se puede destacar: rápido crecimiento del árbol, madera de dureza media, fácil para trabajarla, de buen color, de buen comportamiento, de muy buenas propiedades mecánicas (resistencia y elasticidad).

El plan de mejoramiento de *Eucalyptus grandis* en Uruguay comenzó en 1992, construyéndose la base genética de la primera generación con una amplia introducción de semillas de Australia y con una intensa selección local en plantaciones comerciales distribuidas en todo el país. En 1993, en convenio con empresas forestales, se instalaron 9 pruebas de progenie para evaluar dichos materiales en sitios representativos de las zonas de mayor aptitud para esta especie, y en ese año

se instaló, en el predio de la Estación Experimental INIA Tacuarembó, un ensayo para prueba de progenies.

Eucalyptus dunnii

Esta especie también es origen australiano. Entre sus principales particularidades se encuentran su notable crecimiento en altura y el volumen en plantaciones de regiones con lluvias de 1000-1500 mm/año (presente en varios países con climas subtropicales y templados). Se ha demostrado que es el eucalipto de mayor resistencia al frío, tolerando heladas ligeras. Esta es una de las razones por las cuales se incluye en el proyecto para plantar en las zonas más bajas, donde la temperatura es menor. Otra ventaja es su rápido crecimiento, habiéndose registrado aumentos promedios de 20-50 m^3/año en varios países, con ciclos menores a 10 años. El principal uso es para pulpa, con lo cual las actividades de silvicultura son más sencillas.

Pino Taeda

Es una especie que está presente en forma natural en el Sur Este de Estados Unidos y que ha sido introducida en países como Argentina, Uruguay y Brasil.

Aunque posee gran plasticidad para adaptarse a distintas zonas, crece mejor con temperaturas de 2-15 °C en invierno, 24-26 °C en verano y precipitaciones mayores a 900 mm.

Tiene bajo requerimiento de fertilidad y puede crecer en suelos ácidos (ph 4,5-5,5) aunque requiere suelos bien drenados y con profundidad media a alta.

Tiene un mercado grande a nivel mundial con foco principal en madera aserrada, tableros laminados y papel para embalajes o diarios. En Uruguay, su mercado se divide entre las plantas de Playwood de Tacuarembó y los aserraderos que producen tablas para mercado doméstico. Dado que la oferta de pino es mayor que la demanda en Uruguay, en los últimos años ha comenzado a exportarse como troncos a Asia.

3. PRODUCCIÓN Y CICLO DE VIDA DE LA PLANTACIÓN

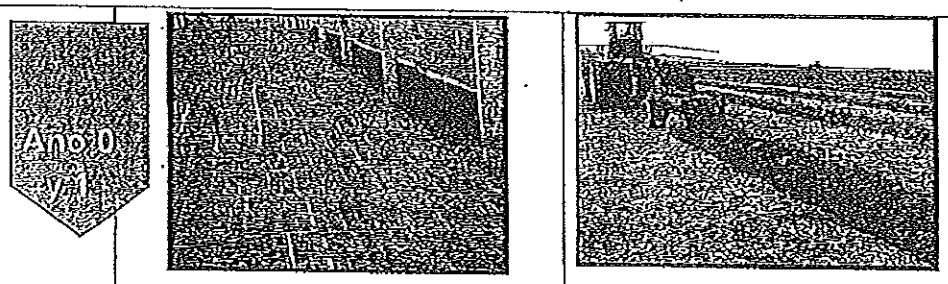
El ciclo de vida de los árboles es de 9 años para el E. dunnii y de 18 años para el E. grandis. Se asume que se realizará la compra de campos y plantación en 4 años y por tanto el proyecto tendrá una duración total estimada de 20 años (asumiendo que alguna plantaciones puedan venderse en pie al final del proyecto), con dos turnos para E. dunnii y un turno para E. grandis. Se planta en una proporción de aproximadamente 65-35% para grandis y dunnii respectivamente.

El manejo en ambas especies es bien diferente, comenzando con la elección de los suelos, hasta las técnicas de manejo y silvicultura, selección de material genético, cuidado de la plantación y trabajos de podas.

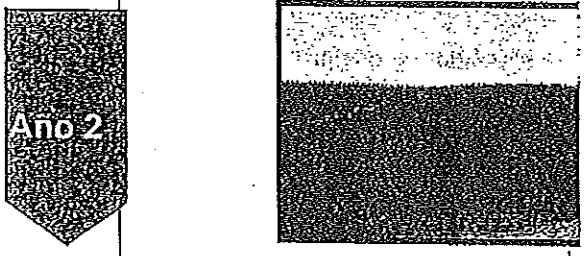
El proyecto prevé una cosecha de 3,6 millones de m^3 en total, siendo el 70% de madera celulosa o energía. Esta madera provendrá de las dos cosechas finales de E. dunnii, y de los raleos y parte de la cosecha final del E. grandis. La madera para aserrado surge del raleo en año 14 y de la cosecha final del E. grandis. Se estima un volumen de 395 m^3/ha en promedio considerando las dos cosechas del E. dunnii y de 423 m^3/ha para el E. grandis.

A continuación se describen las principales fases del proyecto.

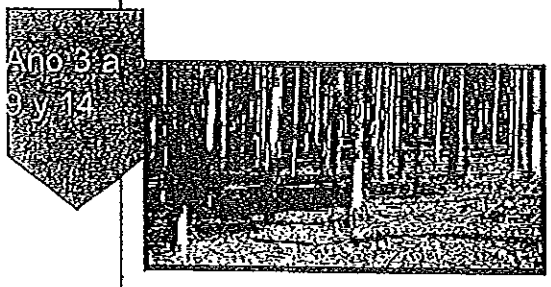
Flujo de actividades físicas del proyecto



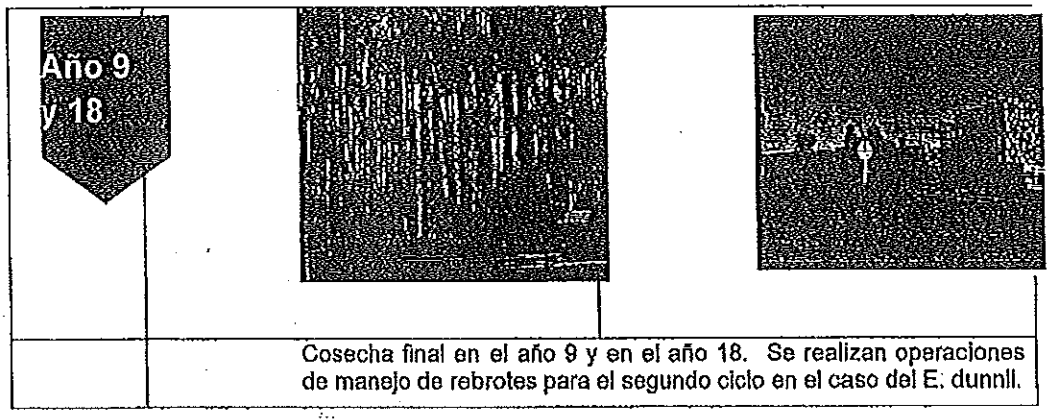
Deben seleccionarse los lugares, esto implica identificar y adquirir aquellos con suelos apropiados, topografía, ubicación, etc.
Se prepararan los plantines en vivero para luego plantarlos en el campo, se aplicarán los herbicidas y se hará la plantación y fertilización.



Se realizan aplicaciones de control de malezas y de hormigas.



La tasa de crecimiento aumenta, y se llevan adelante actividades de control y mantenimiento forestal. En el caso del Eucalyptus grandis se realizan raleos en el año 9 y año 14.



Cosecha final en el año 9 y en el año 18. Se realizan operaciones de manejo de rebrotes para el segundo ciclo en el caso del E. dunnii.

4. SELECCIÓN DE LOS INMUEBLES RURALES

Teniendo como objetivo una inversión de aproximadamente 14.200 hectáreas de campo, para el proceso de selección, se estima que se listarán y evaluarán entre 55.000 y 110.000 hectáreas para la correcta valoración. Se espera la adquisición y/o arrendamiento entre 18 y 30 propiedades para desarrollar la inversión forestal.

El Administrador se encargará de la evaluación y selección de cada propiedad. Se impone por tanto la búsqueda de Inmuebles que tengan suelos de prioridad forestal y para cada oferta se valorará las siguientes condiciones:

- Al menos un 50% del total de los suelos del campo sean suelos de prioridad forestal
- Se recaba la información referente a:
  - Caminería;
  - Infraestructura;
  - Topografía;
  - Suelos, presencia de afloramientos rocosos, textura y profundidad;
  - Distancia a los clientes compradores de madera para celulosa (km);
  - Distancia a los clientes compradores de aserradero/tableros (km);
  - Cercanía al patrimonio de otras empresas (km);
  - Cercanía a centros poblados (km).
- Con estos datos se carga un modelo que permite proyectar un flujo de caja y luego se calcula el precio de compra del campo.
- Si hay interés por comprar el campo se hace un análisis de un diseño de plantación.

Se ha planificado un plazo máximo de cuatro años para la compra y/o arrendamiento de todas las propiedades.

Si se diera la opción de contar con ofertas de propiedades muy atractivas pero que estén a más de 270 km de destino de procesamiento, podrá ser evaluadas siempre que se mantenga la tasa de retorno estimada.

Existe la posibilidad también de comprar campos ya forestados, siempre que se evalúe positivamente la forestación existente. Esto mejora además la distribución de los flujos esperados de cosecha, desconcentrándolos en el tiempo.

Será posible arrendar campos como forma de dotar al proyecto de una mayor flexibilidad para competir por tierras forestales. Esta posibilidad permitirá además

apalancar la tasa de retorno del proyecto ya que reduce la inversión inicial para obtener un bosque.

El arrendamiento forestal puede considerarse como una subespecie del contrato de arrendamiento rural, donde una de las partes cede el uso y goce de un predio rural cuyo destino es la forestación, la cual se encuentra incluida dentro de la definición de actividad agraria como un tipo de producción vegetal con fines de comercialización o industria, y la otra parte se obliga a pagar un precio por dicho uso y goce, precio que podrá pagarse en dinero, frutos naturales o productos de la cosa.

El arrendamiento con destino forestación puede tener un plazo máximo de hasta 30 años, cuando el mismo se realice en "terrenos forestales" que son definidos por el artículo 5º de la Ley Nº 15.939 (Ley Forestal) como aquellos terrenos que arbolados o no:

a) Por sus condiciones de suelo, aptitud, clima, ubicación y demás características, sean inadecuados para cualquier otra explotación o destino de carácter permanente y provechoso;
b) Sean calificados como de prioridad forestal mediante resolución del Ministerio de Ganadería, Agricultura y Pesca.

Se definen como restricciones para esta modalidad de tenencia de la tierra, además de las que se fijaron para compra:

- Que la superficie arrendada no supere el 35% del proyecto.
- Que el plazo de arrendamiento esté acorde al plazo de cosecha final de los árboles.

5. PLANTACIÓN

La plantación se hará en los meses de primavera u otoño por un equipo dirigido por el Administrador. La densidad de plantación será de 1.333, 1.000 y 1.250 árboles por hectárea para E. dunnii, E. grandis y P. Taeda respectivamente.

Se contrata la producción de plantines a viveros reconocidos por su calidad. Las fuentes de semillas, para la producción de estos plantines, son seleccionadas en base a evaluaciones realizadas por instituciones o empresas uruguayas, las cuales aseguran su buena perfomance en la región. Los criterios de evaluación de los orígenes genéticos tienen en cuenta las características deseables para producción de madera sólida (por ejemplo: rectitud, densidad, producción/hectárea, sanidad).

Los costos de plantación proyectados fueron de US$ 1.264 y US$ 1.298 por hectárea para grandis y dunnii respectivamente.

Costos estimados de plantación para E. dunnii y E. grandis US$/ha

	E. dunnii	E. grandis
Laboreos (marcación del campo, subsolado, plantación, etc)	780	780
Herbicidas y Hormigulcidas	101	101
Fertilizante	60	60
Plantines	162	196

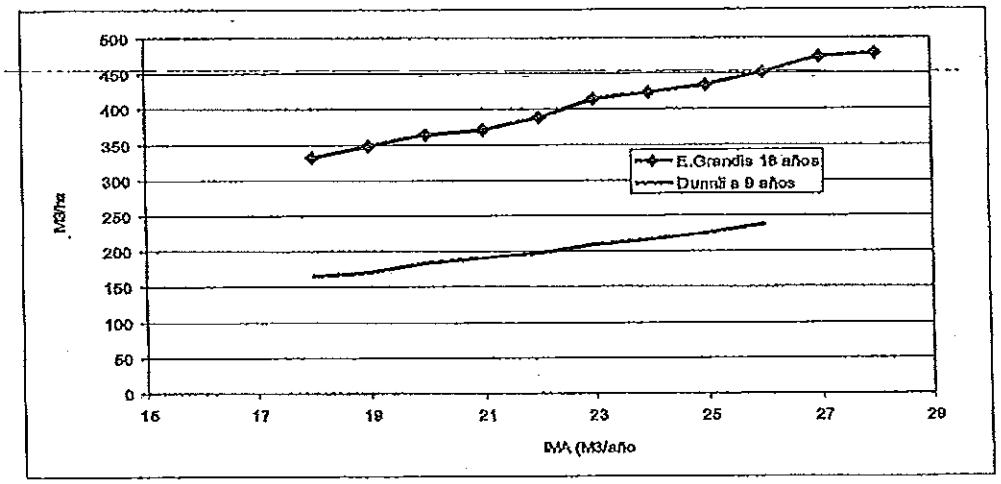
Otros	161	161
Total	1.264	1.298

6. CRECIMIENTO

Se han modelado curvas de crecimiento para ambas especies según diferentes Incrementos Medios Anuales (IMAs). En la tabla a continuación, se muestra un ejemplo de lo que arroja el software de modelación para E. grandis y E. dunnii a determinados IMAs. A grandes rasgos, el modelo calcula lo siguiente:

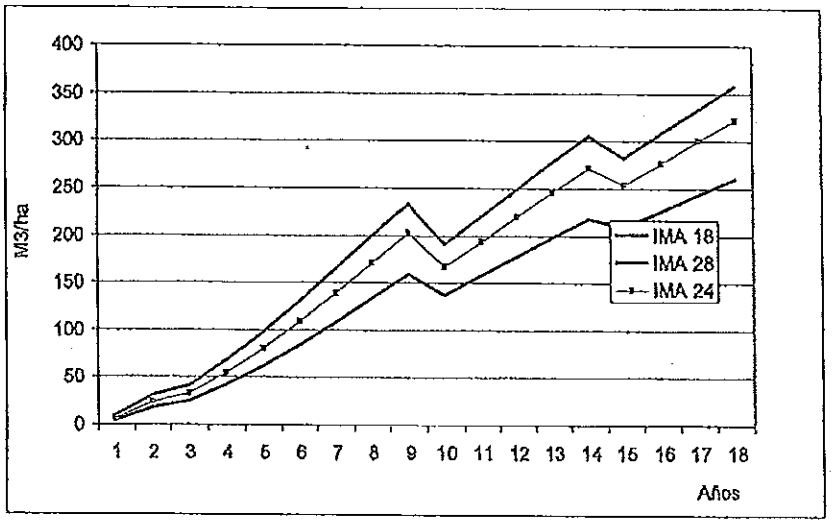
- E. dunnii: un aumento 1m^3 de crecimiento en el IMA implica 9 m^3 de aumento en la producción por hectárea.
- E. grandis: un aumento de 1m^3 de crecimiento en el IMA se traduce en 15 m^3 de aumento en la producción por hectárea.

Producción de madera para E. grandis y E. dunnii según diferentes IMAs

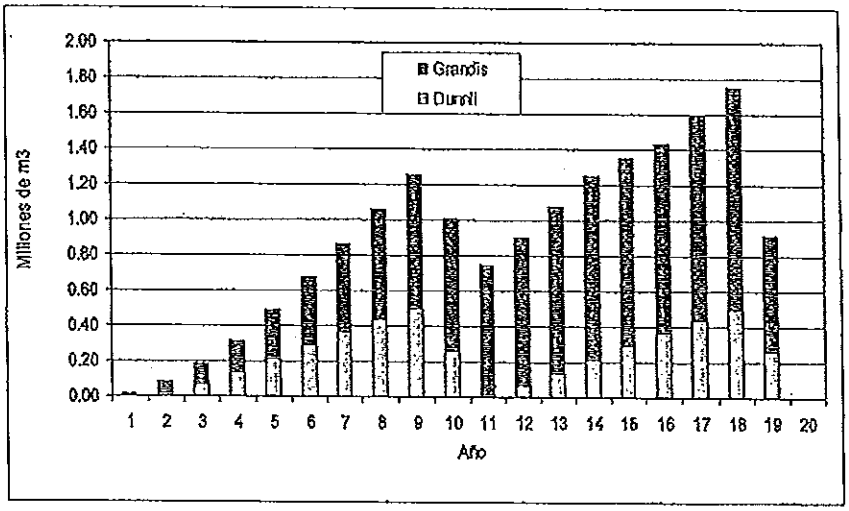


En el E. grandis el objetivo es lograr maderas sin defectos, sin nudos, con lo cual los raleos dejarán los mejores árboles, esto es los de mayor diámetro para el turno final. Se hará en este caso una silvicultura intensiva.

Evolución del volumen por hectárea para E. grandis según diferente IMA para Bosques del Uruguay



Evolución del volumen de madera acumulada a lo largo del proyecto Bosques del Uruguay según especie de Eucalyptus.



7. SILVICULTURA

Las plantaciones con destino a la producción de madera para aserrío requieren de una silvicultura más intensiva que aquellas destinadas a la producción de madera para pulpa de celulosa, ya que son necesarios varios tratamientos intermedios de poda y raleo a lo largo del turno del cultivo.

Estos tratamientos permiten cosechar trozas de mayor largo y diámetro con madera libre de nudos, aumentando por lo tanto el valor de la materia prima.

Año	E. dunnii	E. grandis
1	Control Malezas y hormigas	Control Malezas y hormigas.
2		Raleo desecho, Poda Nº 1 hasta 2,5m – y control de

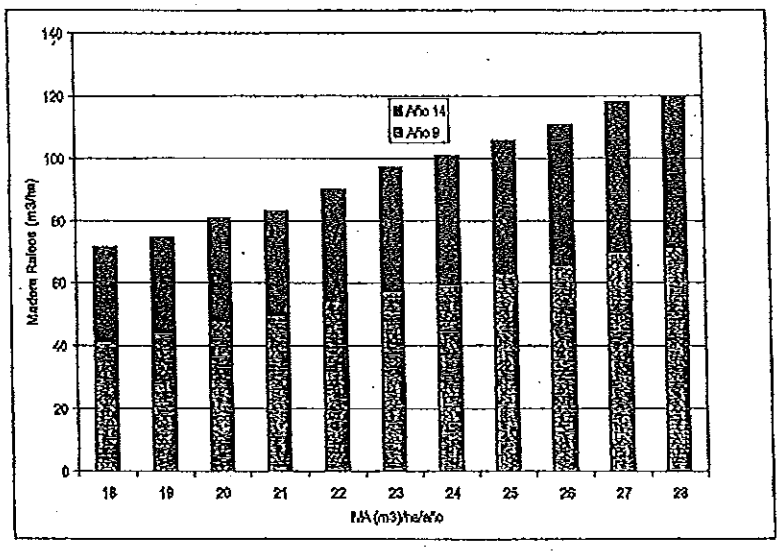
		Tocones
3		Poda N° 2 hasta 4 m – 475 arb/ha
4		Poda N° 3 - 6,5m – 475 arb/ha
5		Poda N° 4 hasta 9m - 250arb/ha (incluye marcación)
9	Inventario Precosecha + Control de Hormigas	Control Tocones + Inv. Precosecha
10	Manejo de rebrotes + Control de Malezas	
18	Inventario Precosecha + Control de Hormigas	Control Tocones+ Inv. Precosecha

8. PODAS Y RALEOS

En el E. dunnii no se realizan actividades de poda y raleos, se termina con una densidad final de 1.177 árboles en el año 9.

Para el E. grandis se prevén 3 raleos (año 2, 9 y 14). En el raleo del grandis en el año 9 toda la producción es para pulpa. En el raleo del año 14, aproximadamente un tercio de la producción es madera para aserrío y el restante es para pulpa. Para el proyecto se usará un IMA de 23.5 m^3, lo cual arroja unos 100 m^3/ha de madera de raleos.

Madera producida en 2do y 3er raleo en E. grandis según diferentes IMAs



9. COSECHA FINAL

La cosecha o tala final es al año 9 en el caso del E. dunnil y al año 18 para el E. grandis. Considerando los IMAs del proyecto se estima un volumen de cosecha final 197 m^3 para el primero y de 322 m^3 para el segundo.

En ambos casos se realiza un inventario pre cosecha. En el E. dunnil se manejan rebrotes después de cosecha para el segundo ciclo. En esta etapa se realiza el control de rebrotes y de tocones en E. grandis.

10. REPORTES DEL ADMINISTRADOR

El Administrador tiene la obligación de proporcionar registros e informes precisos de todas las operaciones pertinentes al establecimiento, administración y mantenimiento del Bosque y, en particular, mantener un sistema de registro de la situación.

Se reporta en la siguiente forma:

- Mensualmente: Este es un reporte financiero mensual con facturas y gastos.
- Trimestralmente: Reporte operativo y comercial sobre las actividades trimestrales, comparando el desempeño real versus el Plan de Manejo y Presupuesto y, un informe con el detalle de la compra de agroquímicos, su precio y proveedor.
- Anualmente: Informe operativo y comercial con el cierre de último trimestre.

11. ESTÁNDARES DE PROCESO

El Fideicomiso Bosques del Uruguay 2 operará siguiendo un Sistema de Gestión aplicado por el Administrador (certificado con las normas ISO 9001), con el cual se siguen procedimientos y manuales de trabajo. Asimismo, se buscará la certificación de los bosques con la norma Forest Stewarship Council (FSC).

El objetivo de gestión será llevar adelante una organización eficiente, con personal capacitado y estimulado, en cumplimiento de requisitos legales, controlando los impactos de situaciones indeseables, y en buenas relaciones con los clientes y la comunidad. Los siguientes documentos serán los asociados a los estándares del proceso.

i) Plan de Manejo de los Bosques (operativo y ambiental).
ii) Manuales de campo para proceder con labores.
iii) Presupuesto operativo anual.
iv) Normas de seguridad laboral.

12. RELACIÓN CON PROVEEDORES

Se consideran aquí los proveedores esenciales, esto es, aquellos que brindan un servicio el cual afecta directamente el cumplimiento y la calidad de los servicios prestados por el Administrador al Fideicomiso.

A modo de ejemplo, los proveedores esenciales brindan servicios como:

- Control de malezas,
- Plantación,
- Laboreo,
- Control de hormigas,
- Poda,
- Raleo y cosecha,
- Prevención y Control de Incendios,
- Armado de Proyectos,
- Soluciones en Cartografía,

- Inventarios,
- Implantación del Sistema de Gestión bajo las normas FSC.

(a) Selección de Proveedores

Para la selección de dichos proveedores algunos criterios a seguir son:

- Disponibilidad de maquinaria para el trabajo en cuestión.
- Estado de maquinaria (es recomendable inspeccionarla directamente).
- Referencias de otros lugares donde trabajó y que en lo posible sea más de uno (llamar a esos lugares).
- Situación financiera (deudas anteriores, tipo de tenencia de la maquinaria, si realiza otros trabajos fuera de el que va a hacer para el Administrador).
- Entrevista con más de un miembro del Administrador (ejemplo: Gerente Operaciones, Gerente General o Dirección)
- Compromisos actuales del contratista (qué otros trabajos está haciendo o ya se comprometió a hacer).

En base a estos parámetros se resuelve con la aprobación de Gerencia o Dirección.

(b) Evaluación de Proveedores

Las empresas son evaluadas de acuerdo a la planilla de evaluación de contratistas. Según sea su promedio anual de las evaluaciones mensuales se evalúa su continuidad como proveedores.

Además se tendrá en cuenta para estos proveedores:

- La idoneidad del personal.
- Los resultados de la encuesta de satisfacción del cliente.
- Los resultados de las auditorias internas.

Estas evaluaciones anuales se realizan en la Revisión por la Dirección y los resultados se cargan en la Lista de proveedores evaluados.

Para la evaluación de los *proveedores esenciales de armado de proyectos, soluciones en cartografía, inventarios e implantación del sistema de gestión bajo las normas FSC*, se tendrán en cuenta los siguientes elementos:

- Calidad de los trabajos;
- Cumple los requisitos pedidos;
- Prolijidad y claridad de informes/proyectos/cartografía;
- Entrega en tiempo de los trabajos;
- Resultados de la encuesta de satisfacción del cliente;
- Resultados de las auditorias internas.

(c) Documentación debida por los contratistas

Los criterios y la documentación de control podrán cambiar debido a cambios en la legislación o en la realidad donde se realice el trabajo y el administrador podrá proponer esos cambios al Comité de Vigilancia quien deberá dar su aprobación.

1. Los contratistas que trabajen por primera vez o que hayan interrumpido su trabajo con el Administrador deberán presentar, la documentación e

información señaladas en los Puntos 4 y 5 siguientes, y obtener la aprobación del Administrador.

2. Los contratistas que se encuentren trabajando para el Administrador deberán proporcionar la documentación e información correspondiente al mes en curso.
3. La documentación e información proporcionada, en ambos casos, será examinada por el grupo evaluador del Administrador, y serán cotejadas con los resultados de las inspecciones de campo. En caso de que surjan observaciones, los contratistas, deberán rectificarlas para poder cobrar sus haberes del mes en curso.
4. Documentos a ser enviados por los contratistas al Administrador:

Documento	Periodicidad
Certificado DGI Vigente	Antes de comenzar trabajos y en cada renovación
Certificado BPS Vigente	Antes de comenzar trabajos y en cada renovación
Planilla de trabajo	Antes de comenzar trabajos y mensualmente en la fecha estipulada
Consulta de Actividad Activos y Pasivos	Antes de comenzar trabajos y mensualmente en la fecha estipulada
Pago de BPS mensual y cuatrimestral	Mensualmente si es Industria y Comercio y Cuatrimestralmente si es Rural.
Nóminas mensuales y cuatrimestrales	Mensualmente para Industria y Comercio y cuatrimestral para Rural
Recibos de sueldos	Mensualmente
Recibos liquidaciones por cese	Mensualmente si correspondiese
Recibos de aguinaldos, salarios vacacionales y licencias	Cuando corresponda
Carnet de Salud y Fotocopia de Cédula de Identidad	Antes de comenzar trabajos y mensualmente en la fecha estipulada si hubieran modificaciones o vencimientos.
Contratos de trabajo	Antes de comenzar trabajos y mensualmente cada vez que ingresa un nuevo operario
Pago de B.S.E. Vehículos. (Para	Mensualmente o una vez en caso de que el pago

vehículos con capacidad de transporte de más de 6 pasajeros se utiliza un seguro especial dependiendo del Dpto.).	haya sido anual y luego en cada renovación.
Pago de B.S.E. Funcionarios	Mensualmente siempre que corresponda seguro aparte.
Control diario de operarios	Mensualmente
Detalle del personal que trabajó para el Administrador. Especificando Nombre y Apellido, C.I. y Categoría	Mensualmente

5. Documentos que el contratista debe tener en el lugar de trabajo:

Documento	Observaciones
Planilla de trabajo	Actualizarla cuando hayan movimientos
Consulta de Actividad Activos y Pasivos	Actualizarla mensualmente
Carnet de Salud	Vigente de todos los funcionarios o certificación de que está en trámite
Cédulas de identidad	Vigente de todos los funcionarios, inclusive del capataz.
Libreta de propiedad del vehículo	Debe estar dentro del vehículo
Libreta de conducir del chofer	Debe estar en propiedad del chofer
Seguro del vehículo	Debe estar dentro del vehículo
Sucta o MTOP	Si lo requiere debe estar dentro del vehículo.

13. PLAN COMERCIAL

Los objetivos comerciales buscarán cerrar acuerdos comerciales para la venta de la madera optimizando lo máximo posible los precios y diversificación, con operadores reconocidos y seguros.

El Fideicomiso Bosques del Uruguay 2 tiene proyectado producir 3,6 millones de m^3 para comercializar:

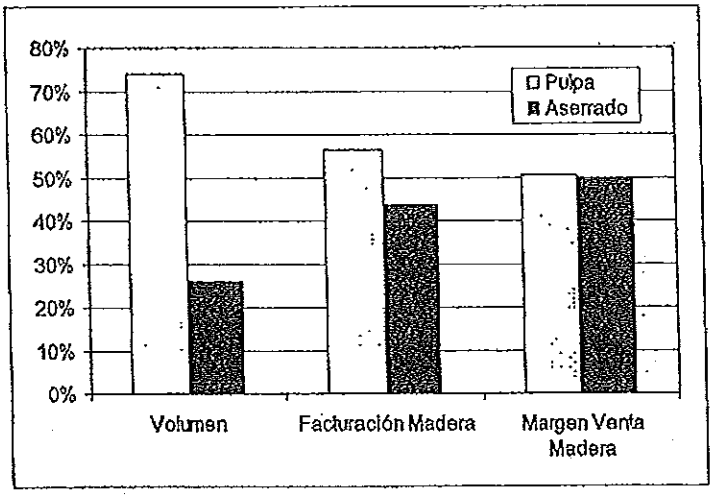
- 2,38 millones de m^3 de E. grandis; 1,26 millones de m^3 para E. dunnii.
- 2,63 millones de m^3 para pulpa y 1,05 millones para aserrado.

Producción de madera a comercializar :

	Grandis (m3/Ha)	Dunil (m3/Ha)		Total Proyecto (m3)	Por Ha proyecto (m3/Ha)
Pulpa	244	395		2,629,411	299
Aserrado	179			1,005,375	114
Total	423	395		3,634,786	413

El proyecto busca un perfil equilibrado en el mix de productos, esto es en la madera con destino a la producción de pulpa (triturado) o al procesamiento como madera sólida. En términos de volumen, las ¾ partes del proyecto tienen como destino la producción de pulpa. No obstante, si se observa en términos de facturación, esta proporción baja a un 56%, y si se toma en términos de aporte al margen, es mitad y mitad.

Participación de los diferentes usos de la madera de Bosques del Uruguay



Los ingresos por venta del proyecto provienen de la venta de madera, venta de la tierra al final del proyecto, ingresos por pastoreo, e ingresos por venta de certificados de carbono. A lo largo del ciclo del proyecto, la facturación proyectada sumará US$ 423 millones. El 73% de las ventas totales del proyecto corresponden a la venta de madera.

Las actividades en la venta de madera se darían en:

Año del Árbol	Actividad	Volumen Pulpa (m^3/hectárea)	Volumen Aserrado (m^3/hectárea)

9	Venta de raleo E. Grandis	60	
9	Cosecha E. dunnii	197	
14	Raleo de E. grandis	28	13
18	Cosecha de E. grandis	156	166
18	Cosecha E. dunnii	197	

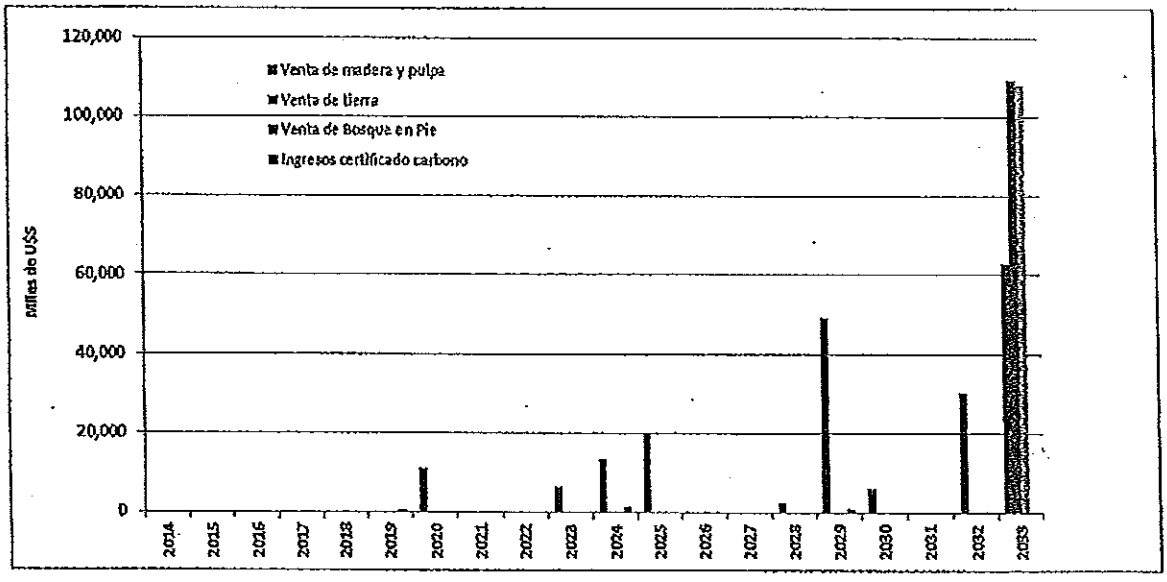
Respecto a los precios, se han tomado referencias de US$ 53 por m^3 para pulpa de dunnii, US$ 50 para pulpa de grandis, y una referencia de US$ 90 por m^3 para los rolos de grandis para Aserrado. Estas son referencias promedio puestas en destino y en caso de los rolos para aserrado refiere a los de más de 30 cm de diámetro.

Se toma como supuesto que estos valores tendrán un aumento del 1,5% acumulativo anual por encima de inflación. En los últimos diez años se ha observado una tendencia alcista de entre 5% y 6% anual tanto en los precios de la madera para pulpa como en los precios de rolos para madera sólida.

Para el pastoreo se toma un ingreso promedio por hectárea de US$ 13 por concepto de pastoreo que se proyecta realicen vecinos y otros ganaderos.

El proyecto está diseñado para que se haga la plantación en cuatro años, con lo cual habrá ventas en 10 años.

Ventas de Bosques del Uruguay



El punto de equilibro de los costos operativos se alcanza al terminar la primera tala del E. dunnii y segundo raleo del E. grandis (año 9 y 14).

Certificados de Reducción de Emisiones

Las plantaciones forestales secuestran CO_2 de la atmósfera contribuyendo así a disminuir el efecto invernadero. Es por este motivo que, diseñados de forma correcta, los proyectos forestales podrían ser elegibles a los Mecanismos de Desarrollo Limpio (MDL) establecidos por el Protocolo de Kyoto, y comercializar los créditos de carbono en el mercado regulado.

Por otro lado, existen los mercados voluntarios en los cuales organizaciones privadas o públicas tanto de países desarrollados como en desarrollo pueden compra VERs o créditos de carbono voluntarios. Estas reducciones de emisiones son verificadas mediante estándares independientes destacándose el VCS (Voluntary Carbon Standard) y el Gold Standard, los cuales poseen metodologías ampliamente reconocidas.

Los proyectos forestales donde el destino principal es la madera, a diferencia de los planteados para pulpa, tienen la ventaja de que el carbono es acumulado por más tiempo ya que una vez cortados los árboles, buena parte del mismo permanece en productos duraderos (muebles, casas, etc.).

El volumen de carbono secuestrado va evolucionando con el stock de madera en bosque y para el caso de Bosques del Uruguay se presenta una estimación de su evolución en la siguiente tabla (solo se considera el Eucalyptus grandis):

Año	Has Plantadas	Toneladas Secuestradas Acumuladas	Certificados Emitidos Toneladas
2014	403	0	
2015	1,410	3,154	
2016	1,732	23,326	
2017	806	73,470	
2018		146,718	
2019		238,553	119,276
2020		359,000	
2021		506,962	
2022		668,172	
2023		838,191	
2024		979,023	370,235
2025		1,033,292	
2026		1,050,073	
2027		1,132,799	
2028		1,278,123	
2029		1,400,568	210,772
2030		1,464,859	
2031		1,506,093	
2032		1,592,439	95,935

A modo de referencia podemos mencionar que los precios de los certificados de reducción de emisiones provenientes de proyectos forestales alcanzaron valores superiores a los 5 Euros por lo que su aporte influiría significativamente sobre el flujo de fondos del proyecto (precio esperado considerado es de 2 Euros).

Adicionalmente, la obtención de Certificados de Carbono constituye un reconocimiento social al impacto positivo del proyecto hacia el desarrollo sustentable de la región donde se realiza, generando mejoras sociales, económicas y medioambientales.

14. COSTOS OPERATIVOS

Se debe aclarar que, los costos operativos del Fideicomiso mencionados en este Prospecto, representan costos estimativos. Éstos representan únicamente una tentativa en la anticipación de los costos reales.

Por lo tanto, los costos reales estarán sujetos a rectificaciones en la medida que efectúen.

(a) Costos del Administrador Forestal

Las actividades del Administrador forestal incluyen exclusivamente:

(a) Ejecutar el Plan de Negocios, administrando los Bienes Fideicomitidos a tal fin.
(b) Seleccionar y analizar los Inmuebles a adquirir y llevar adelante las negociaciones para la adquisición de los mismos. Previo a realizar las compras, el Administrador deberá enviar al Comité de Vigilancia con al menos 5 Días Hábiles de anticipación a realizarse la compra, copia de los informes elaborados sobre el campo a adquirir.
(c) Gestionar, coordinar, controlar y contratar las actividades con las empresas tercerizadas, siendo de cargo del Fideicomiso los costos por la contratación de éstas, de conformidad con lo dispuesto en la Cláusula 34.
(d) Comercializar la madera resultante de las plantaciones que se realicen en los Inmuebles.
(e) Llevar adelante otras negociaciones y actividades para el manejo de la explotación forestal, incluyendo el otorgamiento de predios en pastoreo.
(f) Preparación y coordinación para la certificación de los bosques (por ejemplo: bajo el estándar FSC).
(g) Preparación de los reportes mensuales, trimestrales y anuales detallados en el Plan de Negocios.
(h) Llevar adelante todas las tareas necesarias para el relacionamiento con el entorno en donde se encuentran localizados los Inmuebles.
(i) Negociar los contratos que sean necesarios con los proveedores.
(j) Realizar los controles de ejecución y calidad de los proveedores y terceros que se contraten para desarrollar las actividades.
(k) Exigir y cumplir con todas las normativas, leyes, y obligaciones pertinentes al sector y al país.
(l) Recorrer los Inmuebles para definir técnicas que aseguren el estado sanitario de los Bosques.
(m) Planificar y dirigir la prevención y combate de incendios.
(n) Percibir de los Deudores cualquier suma que éstos deban abonar al Fideicomiso. A estos efectos, el Administrador podrá iniciar las acciones que sean necesarias para reclamar dichos pagos.
(o) Realizar pagos a cualquier acreedor del Fideicomiso, utilizando a tal fin los fondos que se transfieran a la Cuenta Operativa de acuerdo a lo que se establece en el presente Contrato. El Administrador tendrá acceso a los saldos y movimientos de las Cuentas, pero únicamente tendrá facultades para girar sobre los fondos

depositados en la Cuenta Operativa.

(p) Realizar todas las compras y contrataciones que resulten necesarias a fin de ejecutar el Plan de Negocios.

(q) Confeccionar el presupuesto anual del Fideicomiso de acuerdo al Plan de Negocios (el "Presupuesto"), el cual deberá ser puesto a disposición del Fiduciario y de los Titulares antes de los 15 Días Hábiles del comienzo de cada Ejercicio Anual de que se trate. El Presupuesto deberá estimar los costos, gastos y demás pagos que deba realizar el Administrador en virtud de la administración de los Bienes Fideicomitidos durante el período presupuestado, en todos los casos indicando su relación y grado de cumplimiento con el Plan de Negocios, así como toda otra información que el Administrador o el Fiduciario estimen relevante. El Presupuesto indicará el monto a ser depositado por el Fiduciario en la Cuenta Operativa que se estime necesario para el cumplimiento del Plan de Negocios durante el período abarcado por el Presupuesto de que se trate.

(r) Elaborar los informes trimestrales de gestión de acuerdo a la Cláusula 33 de este Contrato, en el cual se indique el desarrollo del programa de inversiones como así también cualquier información que pudiera resultar relevante a los Beneficiarios. Asimismo deberá informar al Fiduciario inmediatamente de ocurrido cualquier hecho o acto relacionado con la ejecución del Plan de Negocios que pudiera incidir considerablemente en la inversión realizada por los Titulares.

(s) Elaborar reportes trimestrales al Comité de Vigilancia, informando sobre las compras de agroquímicos detallándose: los precios de los mismos, su comparación con otras opciones del mercado y el proveedor.

(t) Determinar al finalizar cada Cierre de Ejercicio los Fondos Netos Distribuibles e informarlo al Fiduciario para efectuar los pagos que correspondan.

(u) Proponer a la Asamblea de Titulares la venta anticipada, de parte o el total de los Activos, en casos que entienda que exista una oportunidad que pueda resultar atractiva para los Titulares.

Las anteriores actividades enumeradas taxativamente quedan absorbidas dentro de la retribución del Administrador. Los demás costos serán de cargo exclusivo del Fideicomiso.

Para la retribución del Administrador, en primer lugar se establece un pago anual fijo equivalente al 1% del monto emitido, que de emitirse por el máximo correspondería a de US$ 700.000 (setecientos mil), los cuales se multiplicarán por los siguientes coeficientes que toman en cuenta la intensidad de actividades durante ciclo forestal; estableciéndose que dicho monto, luego de ser ajustado por la paramétrica no podrá ser mayor al 1,5% del valor del monto resultante de la valuación anual del Fideicomiso, excepto durante los años de integración del capital:

AÑO	COEFICIENTE
1	1
2	1.5
3	1.5
4	1.5
5	1
6	1
7	0.5
8	0.5
9	1.5
10	1
11	1
12	0.5
13	0.5
14	1
15	1
16	0.5
17	0.5
18	1.5
19	1.5
20	1

Esta retribución se ajustará asimismo, cada año, según una paramétrica que incluye: precio del dólar billete interbancario, precio del gasoil, Índice Medio de Salarios e Índice de Precios al Consumo (IPC) anual; estableciéndose que dicho monto, luego de ser ajustado por la paramétrica, exceptuando los años de integración del capital, no podrá ser mayor al 1,5% del valor del monto resultante de la valuación anual del Fideicomiso.

Paramétrica = 0.6 * Variación IMS + 0.17 * Variación del precio del gasoil + 0.17 * Variación del IPC + 0.06 * Variación del dólar.

En segundo lugar, se establece una compensación por desempeño ("performance fee"), en caso que la Tasa de Retorno (TIR) del proyecto sea superior al 8%, percibiendo el Administrador un 12% del retorno adicional, la cual será calculada por el Fiduciario.

(b) Costos de Silvicultura

Se han incluido en este componente todas las tareas silvícolas detalladas en el capítulo de producción (control de hormigas, raleos, podas, inventarios pre cosecha, etc.). En E. dunnii es en el año 1 y 9, mientras que en E. grandis las actividades son del año 1 al 5 y en el 9 y 18. Los costos de las actividades silvícolas han sido estimados siguiendo un Plan de Manejo de Bosques del Uruguay y a costos del mercado.

(c) Costos de Mantenimiento

Los costos de mantenimiento suman un total de US$ 40,5 por hectárea por año con el siguiente desglose:

- Prevención y Combate de Incendios): 15
- Seguros: 15
- Mantenimiento de alambrados/casas: 5
- Inventarios y certificación FSC: 3.5

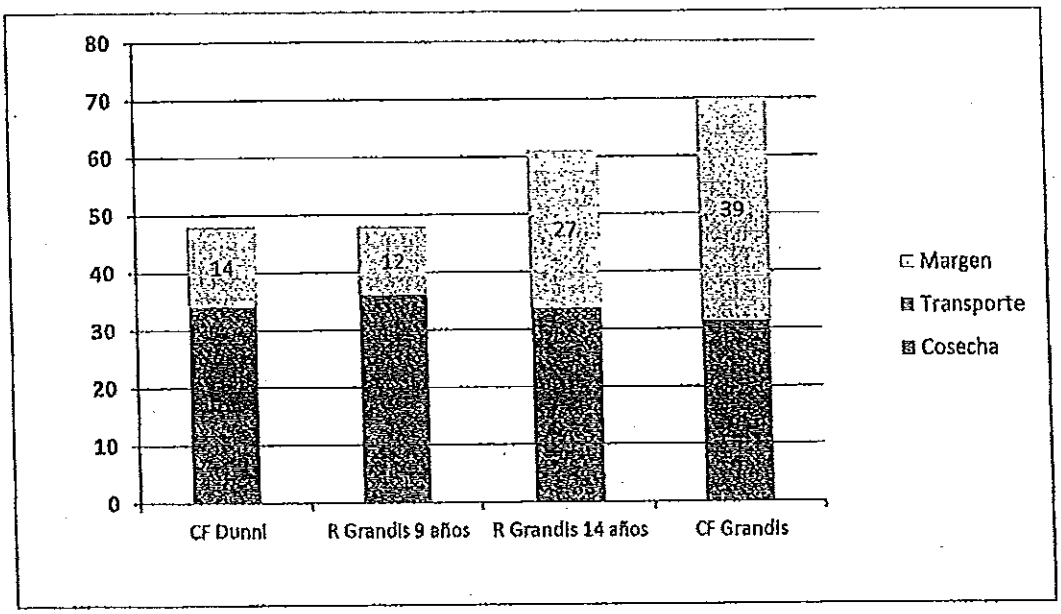
(d) Costos de Cosecha y Transporte

Se ha considerado el costo de cosecha y caminería por un lado y el costo de transporte por otro. Ambos son muy importantes en el rubro forestal. Los siguientes valores son los modelados (US$/m^3):

	E. dunnii	E. grandis
Raleos y Cosecha Final		
Raleo Año 9		18
Raleo Año 14		15,75
Cosecha Final	16	10,9
Transporte (270 km)	18	23

Es decir que el costo de cosecha y transporte representa un 70% del precio final en el caso de la cosecha final del E. dunnii y un 35% en la cosecha final del E. grandis (en este último el precio ponderado es mejor ya que hay mitad de la producción con destino aserrado).

Costos de cosecha y transporte en relación al precio de venta



DIEGO DURAN HAEDO, ESCRIBANO PÚBLICO, CERTIFICO QUE: I) Las firmas que lucen en el Contrato de Fideicomiso Financiero que antecede, son auténticas, fueron puestas en mi presencia y pertenecen a las siguientes personas hábiles y de mi conocimiento: i) Diego RODRÍGUEZ CASTAGNO, mayor de edad, titular de la cédula de identidad número 4.021.524-7, con igual domicilio que su representada, en su calidad de Presidente del Directorio y en nombre y en representación de **EF ASSET MANAGEMENT ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN SOCIEDAD ANÓNIMA**, persona jurídica inscripta en el Registro Único Tributario de la Dirección General Impositiva con el número 21 476953 0012 y domicilio en la calle Juncal número 1392 de la ciudad de Montevideo; y ii) Francisco José BONINO PÉREZ, mayor de edad, titular de la cédula de identidad número 1.887.909-3, con igual domicilio que su representada, en su calidad de Presidente del Directorio y en nombre y en representación de **AGRO EMPRESA FORESTAL SOCIEDAD ANÓNIMA**, persona jurídica inscripta en el Registro Único Tributario de la Dirección General Impositiva con el número 21 432880 0018 y domicilio a los efectos del contrato en la Avenida Brasil número 1061 de la ciudad de Rivera; quienes previa lectura que del mismo les efectué así lo otorgaron y suscribieron ante mí. II) i) **E.F. ASSET**

MANAGEMENT ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSION SOCIEDAD ANONIMA, es persona jurídica hábil y vigente, fue constituida por Acta de fecha 15 de enero de 2003 bajo la denominación de FL ASSET MANAGEMENT ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSION S.A., habiendo sido sus Estatutos debidamente aprobados por la Auditoría Interna de la Nación el 27 de marzo de 2003, inscriptos en el Registro de Personas Jurídicas sección Registro Nacional de Comercio, el 7 de abril de 2003, con el número 2014 y publicados en el Diario Oficial y El Edicto ambos del 30 de abril de 2003. Por Asamblea Extraordinaria de Accionistas de fecha 16 de enero de 2004, se resolvió modificar la denominación, adoptando la actual de EF ASSET MANAGEMENT ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSION SOCIEDAD ANONIMA. Dicha reforma fue aprobada por la Auditoría Interna de la Nación el 17 de marzo de 2004 e inscripta en el Registro de Personas Jurídicas, sección Registro Nacional de Comercio, el día 23 de marzo de 2004 con el número 2.131, habiendo sido publicado en el Diario Oficial y El Edicto ambos del 12 de abril de 2004. Del referido Estatuto y sus posteriores modificaciones surge que: **a)** el **plazo** de la sociedad es de 100 años y está vigente al día de hoy; **b)** el **capital social** está integrado por acciones nominativas desde su constitución; y **c)** la

representación de la sociedad, corresponde al Administrador, el Presidente o cualquier Vicepresidente indistintamente, o dos Directores cualesquiera actuando conjuntamente. **ii)** Por Asamblea General Ordinaria de Accionistas de fecha 26 de marzo de 2008, cuya acta luce copiada al Libro de Actas de Asambleas de la mencionada sociedad, inscripto en el Registro Nacional de Comercio el día 15 de mayo de 2003 con el número 10.521, se designó el siguiente Directorio: Presidente: Diego Rodríguez Castagno y Vicepresidente: Sandra González Vila, únicos directores designados al día de la fecha y quienes se encuentran en el ejercicio de sus cargos al día de hoy, no luciendo copiadas al libro respectivo, actas posteriores que modifiquen dicha designación. **iii)** La sociedad dio cumplimiento a lo establecido en los artículos 13 y siguientes de la Ley 17.904, habiendo comunicado la integración actual del Directorio, al Registro de Personas Jurídicas, sección Registro Nacional de Comercio, con el número 7.531 el 28 de mayo de 2012. **III) i) AGRO EMPRESA FORESTAL SOCIEDAD ANÓNIMA**, es una persona jurídica debidamente constituida por acta de fecha 21 de agosto de 2000, cuyo estatuto fue aprobado por la Auditoría Interna de la Nación el 13 de setiembre de 200, e inscripto en el Registro Nacional de Comercio con el número 11.080 el 20 de octubre de 2000,

y publicado en legal forma en el Diario Oficial y Periódico Profesional el 24 de octubre de 2000. **ii)** De su estatuto, entre otras cosas, surge que la representación está a cargo de un Administrador, Presidente o cualquier Vicepresidente indistintamente, o dos Directores actuando conjuntamente. **iii)** Según surge del libro de Actas de Asamblea y Directorio de la referida sociedad, el que fue anotado por el Registro Nacional de Comercio con el número 41.026 el 25 de octubre de 2000, por Asamblea Extraordinaria de Accionistas celebrada el 13 de abril de 2012, se designó Presidente al señor Francisco José Bonino Pérez, Vicepresidente al señor Agustín María Bonino Pérez, y Vocal al señor Gerardo Daniel Díaz Beltrán. **iv)** Por escritura de declaratoria que el día 16 de abril de 2012 autorizó la Escribana Serrana Lorena Piñera, cuya primera copia fue inscripta en el Registro de Personas Jurídicas Sección Comercio con el número 5.415 el 19 de abril de 2012, la sociedad AGRO EMPRESA FORESTAL SOCIEDAD ANÓNIMA dio cumplimiento a lo dispuesto por los artículos 13 y siguientes de la Ley 17.904. **v)** La indicada sociedad cumplió con lo establecido en la ley 18.930, habiendo comunicado sus accionistas al Banco Central del Uruguay el día 16 de abril de 2013 con el número 743520, habiendo declarado el representante de

PAPEL NOTARIAL DE ACTUACIÓN

Fa Nº 637353

ESC. MARIA CLAUDIA PIAZZA CARRERO - 15970/3

Agro Empresa Forestal S.A al suscripto Escribano que con posterioridad a dicha comunicación no hubieron modificaciones en la titularidad de las acciones. V) Tuve a la vista la documentación que acredita los extremos certificados. **EN FE DE ELLO**, a solicitud de parte interesada y para su presentación ante quien corresponda, expido el presente en tres hojas de papel notarial de actuación Serie Ex números 315600, 315601 y 315667, que sello, signo y firmo en la ciudad de Montevideo el catorce de agosto de dos mil catorce.-

ARANCEL OFICIAL
Artículo 20 J
Honorarios $ 1500 02
Mont. Notarial $ 169 02
Cdo. Gremial: $

DIEGO DURAN HAEDO
ESCRIBANO PÚBLICO

PAPEL NOTARIAL DE ACTUACIÓN

Fa Nº 637354

ESC. MARIA CLAUDIA PIAZZA CARRERO - 15970/3

Número 19. PROTOCOLIZACIÓN PRECEPTIVA DE CONTRATO DE FIDEICOMISO FINANCIERO. En la ciudad de Montevideo, el día quince de agosto de dos mil catorce, en cumplimiento de lo dispuesto por el artículo 292 de la Ley 18.362, incorporo al Registro de Protocolizaciones a mi cargo el siguiente documento y acta: **a)** Contrato de Fideicomiso Financiero, otorgado el día 14 de agosto de 2014, por EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A. y Agro Empresa Forestal S.A, cuyas firmas certificó el suscripto Escribano y **b)** la presente acta de protocolización y lo hago con el número diecinueve del folio ciento cuarenta y dos al folio ciento setenta y dos. Esta Protocolización sigue inmediatamente a la número dieciocho de Protocolización de Actas, verificada el día diecisiete de julio, del folio ciento treinta y ocho al folio ciento cuarenta y uno.

DIEGO DURAN HABDO
ESCRIBANO PÚBLICO

ES UNO DE LOS DOS PRIMEROS TESTIMONIOS que he compulsado de la Protocolización Preceptiva de Contrato de Fideicomiso Financiero incorporada a mi Registro de Protocolizaciones. **EN FE DE ELLO**; para **el Fiduciario** expido el presente en treinta y una fojas de Papel Notarial de Actuación de la serie Ex números 315604 al 315633 y 315666, y lo sello, signo y firmo en Montevideo el quince de agosto de dos mil catorce.-

DIEGO DURAN HAEDO
ESCRIBANO PÚBLICO

Banco Central del Uruguay
CONSTANCIA

Los valores representativos de participaciones y/o derechos de crédito emitidos por el fiduciario FF ASSET LAVA - GENENT ARISA y de la modificación de fecha 9/10/2014 en cumplimiento del presente contrato, son de OFERTA PÚBLICA.
Montevideo, 5 de diciembre de 2014
Interlineado: y de la modificación de fecha 9/10/2014: Vale.

Aclaración de firma

JOSÉ A. LICANDRO
INTENDENTE DE
REGULACIÓN FINANCIERA

PAPEL NOTARIAL DE ACTUACIÓN

Fa Nº 637355

ESC. MARIA CLAUDIA PIAZZA CARRERO - 15970/3

MINISTERIO DE EDUCACION Y CULTURA 20708622
DIRECCION GENERAL DE REGISTROS

NRO.54455

INSCRIPTO CON EL NRO.54455, en el:
REGISTRO NACIONAL DE ACTOS PERSONALES, el dia y hora 09/12/2014 11:45:10, el documento cuyas caracteristicas se indican:

Dirección General de Registros

Escribano/Emisor:
DURAN HAEDO DIEGO ALBERTO

FIDEICOMISO
Calificacion: DEFINITIVO

A los solos efectos de ligar el documento que antecede con la presente, se indica:
Fiduciario
EF ASSET MANAGEMENT RUT: 214769530012

Amparado en Reserva de Prioridad [ ],de Nombre [ ] Nro. _____ de fecha _____

Acto Condicional. Se presentó Reserva de Prioridad Nro. _____ de fecha _____

Control fiscal:

Ley 16170 art.626 recibo Nro. _____ de fecha _____

Monto Tasa Registral: 2032

Firma Registrador

PRORROGADA: _____

CADUCA: _____

DEFINITIVA: _____

Esc. Ma. de los Ángeles Trafiuri

Firma Registrador

TESTIMONIO. Las treinta y dos fojas de fotocopia que anteceden CONCUERDAN BIEN Y FIELMENTE con el original de su mismo tenor que tengo de manifiesto. EN FE DE ELLO; a solicitud de parte interesada y para su presentación ante quien corresponda, expido el presente en treinta y dos fojas de Papel Notarial de Actuación de la Serie Fa números 637324 al 637355, y lo sello, signo y firmo en Montevideo el cinco de enero de dos mil quince.-

Ma. CLAUDIA PIAZZA CARRERO
ESCRIBANA PUBLICA
MAT. Nº 10750

ARANCEL OFICIAL
Artículo 8
Honorarios $ 2785
Mont. Notarial $ 219
Fdo. Gremial $ —

$ 226,00 041931 26

028546 31

028546 32

028402 27

$ 10,00 100637 16

$ 10,00 100637 17

$ 2,00 044539 31

MODIFICACION DE CONTRATO DE FIDEICOMISO FINANCIERO

En Montevideo, el 9 de octubre de 2014, entre: EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A. (en adelante el "Fiduciario"), representado en este acto por Diego Rodriguez, con domicilio en Juncal 1392, Montevideo, RUT 21 476953 0012, e inscripción en el Registro Nacional de Comercio el 7 de abril de 2003 con el número 2014; Agroempresa Forestal S.A. (en adelante el "Administrador"), representado en este acto por Francisco Bonino, con domicilio en Av. Brasil 1061, Rivera; y BOLSA ELECTRONICA DE VALORES DEL URUGUAY S.A. en su calidad de representante de los futuros suscriptores de los Valores como futuros Fideicomitentes y Beneficiarios (en adelante los "Fideicomitentes" y conjuntamente con el Fiduciario y el Administrador, las "Partes").

1. ANTECEDENTES

Con Fecha 14 de agosto de 2014, EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A. como Fiduciaria y Agroempresa Forestal S.A. como Administradora, suscribieron un contrato de fideicomiso por el cual se constituyó el Fideicomiso Financiero Bosques del Uruguay 2, cuyas firmas certificó el Escribano Diego Durán Haedo y fue protocolizado el 15 de agosto de 2014 (en adelante el "Contrato de Fideicomiso").

Con posterioridad a la firma del Contrato de Fideicomiso, las Partes han acordado modificar ciertas cláusulas del Contrato de Fideicomiso y la participación de la Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A. ("BEVSA") como firmante del Contrato de Fideicomiso en su calidad de representante de los futuros suscriptores de los Valores. BEVSA comparece y acepta dicha calidad, celebrando el mismo sujeto a la efectiva existencia de inversores que suscriban e integren los Títulos a ser emitidos por el Fideicomiso, quienes por tal acto, expresamente aceptan y consienten el alcance del Fideicomiso y de los restantes documentos y términos de la emisión a realizar por el Fiduciario.

2. DEFINICIONES

Los términos en mayúscula tendrán el mismo significado que el atribuido a los mismos en el Contrato de Fideicomiso, excepto por las definiciones que se indican a continuación, las cuales se acuerdan modificar:

"Cuenta Operativa" es la cuenta bancaria abierta por el Fiduciario a nombre del Fideicomiso en el Banco, en la cual se depositarán los fondos necesarios para hacer frente a todos los gastos operativos del Fideicomiso."

3. RATIFICACION DEL CONTRATO DE FIDEICOMISO

Las Partes ratifican y aceptan en todos sus términos el Contrato de Fideicomiso, y aceptan que BEVSA sea parte del Contrato de Fideicomiso y la presente modificación, en su calidad de representante de los futuros suscriptores de los Valores.

4. MODIFICACION DE LA CLAUSULA 9 (FUNCIONES Y RESPONSABILIDADES DEL ADMINISTRADOR)

Se acuerda modificar la cláusula 9 del Contrato de Fideicomiso, la que quedará redactada de la siguiente forma:

"El Administrador tendrá a su cargo específicamente las siguientes funciones y

responsabilidades, sin perjuicio de las que se detallan en el Plan de Negocios:

(a) Ejecutar el Plan de Negocios, administrando los Bienes Fideicomitidos a tal fin.

(b) Seleccionar y analizar los Inmuebles a adquirir y/o arrendar y llevar adelante las negociaciones para la adquisición de los mismos. Previo a realizar las compras y/o arrendamientos, el Administrador deberá enviar al Comité de Vigilancia con al menos 5 Días Hábiles de anticipación a realizarse la compra, copia de los informes elaborados sobre el campo a adquirir, incluyendo el plan de forestación para el predio en cuestión. A efectos de las compras y/o arredramientos, se distinguen dos casos:

i. Compra autorizada tácitamente: En los casos en que se cumplan las siguientes restricciones, y si el Comité de Vigilancia no levantó observaciones en el plazo de 5 Días Hábiles, se podrá comprar/arrendar el predio en evaluación, siempre que:

- *Precio de compra de Tierra: no será mayor en 10% del estimado para el proyecto.*
- *Distancia de Montevideo: menor a 370 km.*
- *Suelo Forestal: más del 60% del campo.*
- *Área que puede ser plantada: más del 50% del campo.*
- *Tasa de retorno esperada: mayor a 8.5%*
- *Monto de la operación: menor a 10 millones de dólares.*

El Comité de Vigilancia podrá realizar en dicho plazo, observaciones referidas al no cumplimiento de las variables arriba mencionadas y debidamente fundadas. Si el Comité de Vigilancia realiza observaciones, las mismas serán vinculantes y se detendrá el proceso de compra y/o arrendamiento hasta que las mismas sean levantadas

ii. Compra con autorización de Comité de Vigilancia: En los casos donde las variables arriba mencionadas no se cumplan, el Administrador deberá pedir autorización al Comité de Vigilancia, el que deberá expedirse en un plazo de 5 Días Hábiles (salvo en los casos en que se encontrara fuera del país donde dispondrá de 10 Días Hábiles).

(c) Gestionar, coordinar, controlar y contratar las actividades con las empresas tercerizadas, siendo de cargo del Fideicomiso los costos por la contratación de éstas, de conformidad con lo dispuesto en la Cláusula 34.

(d) Comercializar la madera resultante de las plantaciones que se realicen en los Inmuebles.

(e) Llevar adelante otras negociaciones y actividades para el manejo de la explotación forestal, incluyendo el otorgamiento de predios en pastoreo.

(f) Preparación y coordinación para la certificación de los bosques (por ejemplo bajo el estándar FSC).

(g) Preparación de los reportes mensuales, trimestrales y anuales detallados en el Plan de Negocios.

(h) Llevar adelante todas las tareas necesarias para el relacionamiento con el entorno en donde se encuentran localizados los Inmuebles.

(i) Negociar los contratos que sean necesarios con los proveedores.

(j) Realizar los controles de ejecución y calidad de los proveedores y terceros que se contraten para desarrollar las actividades.

(k) Exigir y cumplir con todas las normativas, leyes, y obligaciones pertinentes al sector y al país.

(l) Recorrer los Inmuebles para definir técnicas que aseguren el estado sanitario de los Bosques.

(m) Planificar, dirigir la prevención y combate de incendios.

(n) Reclamar de los Deudores cualquier suma que éstos deban abonar al Fideicomiso. A estos efectos, el Administrador podrá iniciar las acciones que sean necesarias para reclamar dichos pagos.

(o) Solicitar que se realicen pagos a cualquier acreedor del Fideicomiso, utilizándose a tal fin los fondos que se transfieran a la Cuenta Operativa de acuerdo a lo que se establece en el presente Contrato. El Administrador tendrá acceso a los saldos y movimientos de las Cuentas, pero no tendrá facultades para girar sobre los fondos depositados en la Cuenta Operativa.

(p) Gestionar todas las compras, arrendamientos y contrataciones que resulten necesarias a fin de ejecutar el Plan de Negocios.

(q) Confeccionar el presupuesto anual del Fideicomiso de acuerdo al Plan de Negocios (el "Presupuesto"), el cual deberá ser puesto a disposición del Fiduciario, el Comité de Vigilancia y de los Titulares antes de los 15 Días Hábiles del comienzo de cada Ejercicio Anual de que se trate. El Presupuesto deberá estimar los costos, gastos y demás pagos que deba realizar el Administrador en virtud de la administración de los Bienes Fideicomitidos durante el período presupuestado, en todos los casos indicando su relación y grado de cumplimiento con el Plan de Negocios, así como toda otra información que el Administrador o el Fiduciario estimen relevante. El Presupuesto indicará el monto a ser depositado por el Fiduciario en la Cuenta Operativa que se estime necesario para el cumplimiento del Plan de Negocios durante el período abarcado por el Presupuesto de que se trate.

(r) Elaborar los informes trimestrales de gestión de acuerdo a la Cláusula 33 de este Contrato, en el cual se indique el desarrollo del programa de inversiones como así también cualquier información que pudiera resultar relevante a los Beneficiarios. Asimismo deberá informar al Fiduciario inmediatamente de ocurrido cualquier hecho o acto relacionado con la ejecución del Plan de Negocios que pudiera incidir considerablemente en la inversión realizada por los Titulares.

(s) Elaborar reportes trimestrales al Comité de Vigilancia, informando sobre las compras de agroquímicos detallándose: los precios de los mismos, su comparación con otras opciones del mercado y el proveedor.

(t) Determinar al finalizar cada Cierre de Ejercicio los Fondos Netos Distribuibles e informarlo al Fiduciario para efectuar los pagos que correspondan.

(u) Proponer a la Asamblea de Titulares la venta anticipada, de parte o el total de los

Activos, en casos que entienda que exista una oportunidad que pueda resultar atractiva para los Titulares.

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

El Administrador será responsable por seleccionar y controlar a los contratistas que presten tareas para el Fideicomiso, aplicando a tales efectos los criterios para la selección y control de los contratistas establecidos en el Plan de Negocios.

Sin perjuicio de lo señalado, los criterios de selección y control podrán modificarse por cambios en la legislación o en la realidad donde se realice el trabajo. A estos efectos, el Administrador deberá proponer las modificaciones al Comité de Vigilancia para su aprobación.

El Administrador será responsable por los reclamos que se generen relacionados con empresas tercerizadas, solamente cuándo éstas se hayan iniciado por incumplimiento del Administrador de alguna de las obligaciones de control de contratistas establecidas en el Plan de Negocios. Si por el contrario el Administrador cumplió con todas sus obligaciones, aplicando todos los criterios de selección y control establecidos, pero igualmente se genera un reclamo, entonces la responsabilidad será asumida directamente por el patrimonio del Fideicomiso.

El Administrador deberá entregar al Fiduciario, dentro de los 120 días de finalizado cada ejercicio fiscal, copia de los estados contables auditados del Administrador del ejercicio anterior. Dichos estados contables estarán a disposición de los Titulares que quieran tener acceso a los mismos."

5. MODIFICACION DE LA CLAUSULA 11 (ACTUACIÓN DEL ADMINISTRADOR POR EL FIDEICOMISO)

Se acuerda modificar la cláusula 11 del Contrato de Fideicomiso, la que quedará redactada de la siguiente forma:

"Todos los desembolsos a ser efectuados por el Fiduciario a efectos del cumplimiento del Plan de Negocios deberán ser previamente solicitados y justificados por el Administrador.

A efectos de hacer frente a los gastos operativos del Fideicomiso, el Fiduciario transferirá a la Cuenta Operativa dentro del plazo de 2 Días Hábiles de recibida la solicitud escrita por el Administrador, con fondos mantenidos en la Cuenta Recaudadora, los fondos que surjan del Presupuesto anual preparado por el Administrador.

Asimismo, el Fiduciario transferirá también a la Cuenta Operativa, dentro del plazo de 2 Días Hábiles de recibida la solicitud escrita por el Administrador, fondos adicionales que sean solicitados por el Administrador, necesarios para afrontar gastos extraordinarios del Fideicomiso, siempre que ellos no excedan el 20% del Presupuesto para el año que corresponda. En caso que sean necesarios importes por encima de dicho porcentaje, se deberá solicitar la aprobación previa del Comité de Vigilancia.

A los fines de llevar a cabo sus funciones bajo el Fideicomiso, el Administrador podrá, a su exclusivo criterio, adelantar fondos propios. Dichos fondos le serán reintegrados mensualmente por el Fiduciario siempre que ellos correspondan a las actividades establecidas en este contrato. Dichos adelantos no serán remunerados ni reconocerán ningún interés."

6. MODIFICACION DE LA CLAUSULA 14 (DESIGNACION DEL ADMINISTRADOR SUSTITUTO)

Se acuerda modificar la cláusula 14 del Contrato de Fideicomiso, la que quedará redactada de la siguiente forma:

"En cualquier caso de inhabilitación, remoción o cualquier otro supuesto de vacancia en el cargo del Administrador, el Fiduciario requerirá de inmediato el consentimiento de la Mayoría Absoluta de Titulares para el nombramiento del Administrador sustituto, a cuyo efecto propondrá como mínimo tres (3) posibles sustitutos.

Una vez designado por la Mayoría Absoluta de Titulares el Administrador sustituto, bastará la comunicación fehaciente al Administrador saliente de la designación y aceptación del cargo por parte del Administrador sustituto.

La sustitución del Administrador se hará efectiva una vez que se haya producido: (i) la designación del Administrador sustituto conforme lo dispuesto precedentemente, y (ii) la aceptación por parte del Administrador sustituto de dicha designación, la que deberá ser notificada al Fiduciario por escrito. Hasta tanto no se cumplan los requisitos antes mencionados, el Administrador deberá continuar en ejercicio de sus funciones.

Si dentro de los treinta (30) Días Hábiles de haber sido removido el Administrador por parte del Fiduciario (de acuerdo a lo resuelto por la Mayoría Especial de Titulares), la Mayoría Absoluta de Titulares no hubiere designado un Administrador sustituto, o éste no hubiere asumido como tal, el Fiduciario podrá proceder a la liquidación del Fideicomiso, excepto que la Mayoría Absoluta de Titulares resuelva hacerse cargo de las tareas del Administrador de otra forma.

Todos los gastos relacionados con la remoción y el nombramiento del Administrador sustituto serán a cargo del Fideicomiso, excepto para el caso de remoción con causa en la cual los gastos serán de cargo del Administrador."

7. MODIFICACION DE LA CLAUSULA 16 (EMISION DE VALORES)

Se acuerda modificar la cláusula 16 del Contrato de Fideicomiso, modificando los términos y condiciones de las Distribuciones, la que quedará redactada de la siguiente forma:

"Distribuciones: *Toda vez que existan Fondos Netos Distribuibles luego de cada Cierre de Ejercicio, o al procederse a la venta de los Activos del Fideicomiso o por la distribución final de Fondos Netos Remanentes.*

En la primer etapa del Fideicomiso (año 0 a 8), si bien, habrán disponibilidades al cierre de cada balance, estos serán destinados al financiamiento del emprendimiento. Por lo tanto, en la esta etapa no habrán fondos a distribuir porque las disponibilidades deberán cubrir futuros gastos e inversiones."

8. MODIFICACION DE LA CLAUSULA 23 (DESTINO DE LOS BIENES AL FINALIZAR EL FIDEICOMISO)

Se acuerda modificar la cláusula 23 del Contrato de Fideicomiso, agregando la siguiente frase:

"Todos los fondos que sean distribuidos entre los Beneficiarios serán siempre distribuidos a pro rata de su participación en el Fideicomiso."

9. MODIFICACION DE LA CLAUSULA 24 (OBLIGACIONES DEL FIDUCIARIO)

Se acuerda modificar la cláusula 24 del Contrato de Fideicomiso, agregando como otra obligación del Fiduciario el siguiente literal:

"(p) Abonar a los Beneficiarios las utilidades del Fideicomiso."

10. MODIFICACION DE LA CLAUSULA 26 (PROHIBICIONES DEL FIDUCIARIO)

Se acuerda modificar la cláusula 26 del Contrato de Fideicomiso, modificando el literal (b) el que quedará redactado de la siguiente forma:

(b) "Liberarse de responsabilidad por actos culposos graves o dolosos realizados por él o por sus dependientes o por el Administrador."

11. MODIFICACION DE LA CLAUSULA 29 (RENUNCIA DEL FIDUCIARIO)

Se acuerda modificar la cláusula 29 del Contrato de Fideicomiso, la que quedará redactada de la siguiente forma:

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

(a) Ante la imposición de cualquier impuesto o carga que grave al Fiduciario y/o las ganancias generadas por el mismo, y que a criterio del Fiduciario torne inconveniente su continuación.

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

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

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

Dentro del plazo de 60 días de celebrada la referida Asamblea de Titulares, los Titulares deberán designar por Mayoría Absoluta de Titulares un fiduciario sucesor y comunicar al Fiduciario dicha designación, mediante comunicación escrita que incluirá el nombre y domicilio del fiduciario sucesor. Dentro de los 30 días siguientes a la recepción de la notificación de la designación del fiduciario sucesor, el Fiduciario

deberá otorgar y entregar todas las notificaciones, instrucciones y demás documentos vinculados al presente Contrato con el fin de transferir al fiduciario sucesor el patrimonio del Fideicomiso.

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

El Administrador no podrá en ningún caso asumir funciones como fiduciario del Fideicomiso."

12. MODIFICACION DE LA CLAUSULA 33 (INFORMACIÓN Y RENDICIÓN DE CUENTA A LOS TITULARES)

Se acuerda modificar la cláusula 33 del Contrato de Fideicomiso, la que quedará redactada de la siguiente forma:

"El Fiduciario enviará a cada Titular, a su domicilio registrado y a la Calificadora de Riesgo:

- *Trimestralmente: copia del informe del Administrador en el cual se indique el desarrollo del programa de inversiones como así también cualquier información que pudiera resultar relevante a los Beneficiarios.*
- *Semestralmente: un informe con los Estados Contables del Fideicomiso y copia de los reportes operativos y comerciales trimestrales preparados por el Administrador. .*
- *Anualmente: copia de los Estados Contables del Fideicomiso, un informe sobre los Fondos Netos Distribuibles de existir, comisiones pagadas al Administrador, copia del informe anual operativo y comercial preparado por el Administrador y el presupuesto anual del Fideicomiso preparado por el Administrador.*
- *A los Titulares que así lo requieran, el Fiduciario le enviará copia de los informes de las auditorías técnicas, así como las tasaciones que se realicen de los Inmuebles.*

El informe anual con los Estados Contables se considerará una rendición de cuentas y se considerará aceptado si no fuera observado por escrito por el Titular en forma fehaciente dentro de los 30 (treinta) días corridos de la fecha de su recepción efectiva por parte del Titular.

Luego de la aprobación expresa o tácita, el Fiduciario quedará libre de toda responsabilidad frente a los Titulares presentes o futuros y a todos los demás antes los que se hubieran rendido cuentas, por todos los actos ocurridos durante el período de la cuenta.

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

Cualquier información, fuera de la pactada, que el Fiduciario proporcione a cualquier

Titular, aún en forma regular, no importa obligación para el Fiduciario de continuar proporcionándola."

13. MODIFICACION DE LA CLAUSULA 36 (RETRIBUCIÓN DEL ADMINISTRADOR)

Se acuerda modificar la cláusula 36 del Contrato de Fideicomiso, la que quedará redactada de la siguiente forma:

"En compensación por los servicios que el Administrador se obliga a prestar por el presente Contrato, el Administrador percibirá a modo de retribución, de conformidad con los términos establecidos en el Prospecto:

(a) una cantidad fija anual que se calculará como 1% del monto emitido, equivalente si la emisión se hace por el total a US$ 700.000 (Dólares setecientos mil) ajustada según paramétrica y coeficiente anual de conformidad con lo establecido en la cláusula 14 (a) del Anexo (Plan de Negocio); estableciéndose que dicho monto, luego de ser ajustado por la paramétrica no podrá ser mayor al 1,5% del valor del monto resultante de la valuación anual del Fideicomiso, excepto durante los años de integración del capital.

(b) una compensación por desempeño ("Performance Fee") en caso que la Tasa de Retorno (TIR) del proyecto sea superior al 8%, percibiendo el Administrador un 12% del retorno adicional, la cual será calculada por el Fiduciario.

A efectos de determinar el monto del Performance Fee, se calculará la Tasa Interna de Retorno del Proyecto en el último año de operación del Fideicomiso, considerando los flujos de fondos libres obtenidos por los inversores durante el período y el valor del patrimonio del fideicomiso, previo a su liquidación. La inversión inicial (US$ 70.000.000) se actualizará en ese año, utilizando la tasa de descuento del 8%. A la diferencia resultante entre la inversión inicial actualizada a la TIR y la inversión actualizada al 8%, se le aplicará el porcentaje del 12%, obteniéndose de esta forma, el Performance Fee a pagar al Administrador en el último año.

A dichas retribuciones debe agregársele el correspondiente Impuesto al Valor Agregado.

Dichas retribuciones serán de cargo del patrimonio del Fideicomiso.

El pago de la retribución fija se hará efectivo dentro de los diez Días Hábiles del mes siguiente al que corresponda, contra la presentación de la factura del Administrador. Y en caso de corresponder el pago por desempeño, se hará cuando se liquiden los activos.

Los impuestos presentes o futuros que graven dichos pagos al Administrador por la administración del Fideicomiso, excluido el Impuesto a la Renta del Administrador, serán con cargo a los Activos del Fideicomiso.

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

14. MODIFICACION DE LA CLAUSULA 14 DEL ANEXO DEL CONTRATO DE FIDEICOMISO (PLAN DE NEGOCIO DEL PROYECTO)

Se acuerda modificar el literal (a) de la cláusula 14 del Plan de Negocio del Proyecto, el que quedará redactado de la siguiente forma:

"(a) Costos del Administrador Forestal

Las actividades del Administrador forestal incluyen exclusivamente:

(a) Ejecutar el Plan de Negocios, administrando los Bienes Fideicomitidos a tal fin.

(b) Seleccionar y analizar los Inmuebles a adquirir y/o arrendar y llevar adelante las negociaciones para la adquisición de los mismos. Previo a realizar las compras y/o arrendamientos, el Administrador deberá enviar al Comité de Vigilancia con al menos 5 Días Hábiles de anticipación a realizarse la compra, copia de los informes elaborados sobre el campo a adquirir, incluyendo el plan de forestación para el predio en cuestión. A efectos de las compras y/o arredramientos, se distinguen dos casos:

iii. Compra autorizada tácitamente: En los casos en que se cumplan las sigulentes restricciones, y si el Comité de Vigilancia no levantó observaciones en el plazo de 5 Días Hábiles, se podrá comprar/arrendar el predio en evaluación, siempre que:

- *Precio de compra de Tierra: no será mayor en 10% del estimado para el proyecto.*
- *Distancia de Montevideo: menor a 370 km.*
- *Suelo Forestal: más del 60% del campo.*
- *Área que puede ser plantada: más del 50% del campo.*
- *Tasa de retorno esperada: mayor a 8.5%*
- *Monto de la operación: menor a 10 millones de dólares.*

El Comité de Vigilancia podrá realizar en dicho plazo, observaciones referidas al no cumplimiento de las variables arriba mencionadas y debidamente fundadas. Si el Comité de Vigilancia realiza observaciones, las mismas serán vinculantes y se detendrá el proceso de compra y/o arrendamiento hasta que las mismas sean levantadas

iv. Compra con autorización de Comité de Vigilancia: En los casos donde las variables arriba mencionadas no se cumplan, el Administrador deberá pedir autorización al Comité de Vigilancia, el que deberá expedirse en un plazo de 5 Días Hábiles (salvo en los casos en que se encontrara fuera del país donde dispondrá de 10 Días Hábiles).

(c) Gestionar, coordinar, controlar y contratar las actividades con las empresas tercerizadas, siendo de cargo del Fideicomiso los costos por la contratación de éstas, de conformidad con lo dispuesto en la Cláusula 34.

(d) Comercializar la madera resultante de las plantaciones que se realicen en los Inmuebles.

(e) Llevar adelante otras negociaciones y actividades para el manejo de la explotación forestal, incluyendo el otorgamiento de predios en pastoreo.

(f) Preparación y coordinación para la certificación de los bosques (por ejemplo bajo el estándar FSC).

(g) Preparación de los reportes mensuales, trimestrales y anuales detallados en el Plan de Negocios.

(h) Llevar adelante todas las tareas necesarias para el relacionamiento con el entorno en donde se encuentran localizados los Inmuebles.

(i) Negociar los contratos que sean necesarios con los proveedores.

(j) Realizar los controles de ejecución y calidad de los proveedores y terceros que se contraten para desarrollar las actividades.

(k) Exigir y cumplir con todas las normativas, leyes, y obligaciones pertinentes al sector y al país.

(l) Recorrer los Inmuebles para definir técnicas que aseguren el estado sanitario de los Bosques.

(m) Planificar, dirigir la prevención y combate de incendios.

(n) Reclamar de los Deudores cualquier suma que éstos deban abonar al Fideicomiso. A estos efectos, el Administrador podrá iniciar las acciones que sean necesarias para reclamar dichos pagos.

(o) Solicitar que se realicen pagos a cualquier acreedor del Fideicomiso, utilizándose a tal fin los fondos que se transfieran a la Cuenta Operativa de acuerdo a lo que se establece en el presente Contrato. El Administrador tendrá acceso a los saldos y movimientos de las Cuentas, pero no tendrá facultades para girar sobre los fondos depositados en la Cuenta Operativa.

(p) Gestionar todas las compras, arrendamientos y contrataciones que resulten necesarias a fin de ejecutar el Plan de Negocios.

(q) Confeccionar el presupuesto anual del Fideicomiso de acuerdo al Plan de Negocios (el "Presupuesto"), el cual deberá ser puesto a disposición del Fiduciario, el Comité de Vigilancia y de los Titulares antes de los 15 Días Hábiles del comienzo de cada Ejercicio Anual de que se trate. El Presupuesto deberá estimar los costos, gastos y demás pagos que deba realizar el Administrador en virtud de la administración de los Bienes Fideicomitidos durante el período presupuestado, en todos los casos indicando su relación y grado de cumplimiento con el Plan de Negocios, así como toda otra información que el Administrador o el Fiduciario estimen relevante. El Presupuesto indicará el monto a ser depositado por el Fiduciario en la Cuenta Operativa que se estime necesario para el cumplimiento del Plan de Negocios durante el período abarcado por el Presupuesto de que se trate.

(r) Elaborar los informes trimestrales de gestión de acuerdo a la Cláusula 33 de este Contrato, en el cual se indique el desarrollo del programa de inversiones como así también cualquier información que pudiera resultar relevante a los Beneficiarios. Asimismo deberá informar al Fiduciario inmediatamente de ocurrido cualquier hecho o acto relacionado con la ejecución del Plan de Negocios que pudiera incidir considerablemente en la inversión realizada por los Titulares.

(s) Elaborar reportes trimestrales al Comité de Vigilancia, informando sobre las compras de agroquímicos detallándose: los precios de los mismos, su comparación con otras opciones del mercado y el proveedor.

(t) Determinar al finalizar cada Cierre de Ejercicio los Fondos Netos Distribuibles e

informado al Fiduciario para efectuar los pagos que correspondan.

(u) Proponer a la Asamblea de Titulares la venta anticipada, de parte o el total de los Activos, en casos que entienda que exista una oportunidad que pueda resultar atractiva para los Titulares.

Las anteriores actividades enumeradas taxativamente quedan absorbidas dentro de la retribución del Administrador. Los demás costos serán de cargo exclusivo del Fideicomiso.

Para la retribución del Administrador, en primer lugar se establece un pago anual fijo equivalente al 1% del monto emitido, que de emitirse por el máximo correspondería a de US$ 700.000 (Dólares setecientos mil), los cuales se multiplicarán por los siguientes coeficientes que toman en cuenta la intensidad de actividades durante ciclo forestal; estableciéndose que dicho monto, luego de ser ajustado por la paramétrica no podrá ser mayor al 1,5% del valor del monto resultante de la valuación anual del Fideicomiso, excepto durante los años de integración del capital:

AÑO	COEFICIENTE
1	1
2	1.5
3	1.5
4	1.5
5	1
6	1
7	0.5
8	0.5
9	1.5
10	1
11	1
12	0.5
13	0.5
14	1
15	1
16	0.5
17	0.5
18	1.5
19	1.5
20	1

Esta retribución se ajustará asimismo, cada año, según una paramétrica que incluye: precio del dólar billete interbancario, precio del gasoil, Índice Medio de Salarios e Índice de Precios al Consumo (IPC) anual; estableciéndose que dicho monto, luego de ser ajustado por la paramétrica, exceptuando los años de integración del capital, no podrá ser mayor al 1,5% del valor del monto resultante de la valuación anual del Fideicomiso.

*Paramétrica = 0.6 * Variación IMS + 0.17 * Variación del precio del gasoil + 0.17 * Variación del IPC + 0.06 * Variación del dólar.*

En segundo lugar, se establece una compensación por desempeño ("performance fee"), en caso que la Tasa de Retorno (TIR) del proyecto sea superior al 8%, percibiendo el Administrador un 12% del retorno adicional, la cual será calculada por el Fiduciario."

15. VIGENCIA Y VALIDEZ DEL CONTRATO DE FIDEICOMISO

En todo lo no modificado por el presente documento, permanecerán vigentes y válidos todos los términos y condiciones del Contrato de Fideicomiso de fecha 14 de agosto de 2014.

16. CERTIFICACIÓN DE FIRMAS

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

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

Signo Papel Notarial de Actuación
Serie Ex Nº 315733

DIEGO DURÁN HAEDO
ESCRIBANO PÚBLICO

PAPEL NOTARIAL DE ACTUACIÓN

Fa Nº 637362

ESC. MARIA CLAUDIA PIAZZA CARRERO - 15970/3

Lizt l
ESCr

Sipve Papel Notarial
Serie EW Nº 0015 86

148

Lizt López
ESCRIBANA

LIZT LOPEZ, ESCRIBANA PÚBLICA, CERTIFICO QUE: I) La firma que luce en el documento que antecede, es auténtica, fue puesta en mi presencia y pertenece a la siguiente persona hábil y de mi conocimiento: Francisco José BONINO PÉREZ, mayor de edad, titular de la cédula de identidad número 1.887.909-3, con igual domicilio que su representada, en su calidad de Presidente del Directorio y en nombre y en representación de AGRO EMPRESA FORESTAL SOCIEDAD ANÓNIMA, persona jurídica inscripta en el Registro Único Tributario de la Dirección General Impositiva con el número 21 432880 0018 y domicilio a estos efectos en la Avenida Brasil número 1061 de la ciudad de Rivera; quien previa lectura que del mismo le efectué así lo otorgó y suscribió ante mí. II) i) AGRO EMPRESA FORESTAL SOCIEDAD ANÓNIMA, es una persona jurídica debidamente constituida por acta de fecha 21 de agosto de 2000, cuyo estatuto fue aprobado por la Auditoría Interna de la Nación el 13 de setiembre de 200, e inscripto en el Registro Nacional de Comercio con el número 11.080 el 20 de octubre de 2000, y publicado en legal forma en el Diario Oficial y Periódico Profesional el 24 de octubre de 2000. ii) De su estatuto, entre otras cosas, surge que la representación está a cargo de un Administrador, Presidente o cualquier Vicepresidente indistintamente, o

dos Directores actuando conjuntamente. iii) Según surge del libro de Actas de Asamblea y Directorio de la referida sociedad, el que fue anotado por el Registro Nacional de Comercio con el número 41.026 el 25 de octubre de 2000, por Asamblea Extraordinaria de Accionistas celebrada el 13 de abril de 2012, se designó Presidente al señor Francisco José Bonino Pérez, Vicepresidente al señor Agustín María Bonino Pérez, y Vocal al señor Gerardo Daniel Díaz Beltrán. iv) Por escritura de declaratoria que el día 16 de abril de 2012 autorizó la Escribana Serrana Lorena Piñera, cuya primera copia fue inscripta en el Registro de Personas Jurídicas Sección Comercio con el número 5.415 el 19 de abril de 2012, la sociedad AGRO EMPRESA FORESTAL SOCIEDAD ANÓNIMA dio cumplimiento a lo dispuesto por los artículos 13 y siguientes de la Ley 17.904. v) La indicada sociedad cumplió con lo establecido en la ley 18.930, habiendo comunicado sus accionistas al Banco Central del Uruguay el día 16 de abril de 2013 con el número 743520, habiendo declarado el representante de Agro Empresa Forestal S.A al suscripto Escribano que con posterioridad a dicha comunicación no hubieron modificaciones en la titularidad de las acciones. III) Tuve a la vista la documentación que acredita los extremos certificados. EN FE DE ELLO, a solicitud de

ARANCEL OFICIAL
rtículo: 6°
onorarios: 20R
ont. Notarial: 226
ondo Gremial: 5

parte interesada y para su presentación ante quien corresponda, expido el presente en dos hojas de papel notarial de actuación Serie Ew números 007586 y 007588, que sello, signo y firmo en la ciudad de MONTEVIDEO/~~PUNTA DEL ESTE~~ el nueve de octubre de dos mil catorce.- TESTADO: PUNTA DEL ESTE, no vale. Interlineado: MONTEVIDEO, vale.

$ 226,00
038963 28

Lizt López
ESCRIBANA

PAPEL NOTARIAL DE ACTUACIÓN

Fa Nº 637364

ESC. MARIA CLAUDIA PIAZZA CARRERO - 15970/3

DIEGO DURÁN HAEDO, ESCRIBANO PÚBLICO, CERTIFICO QUE: I) Las firmas que lucen en la Modificación de Contrato de Fideicomiso Financiero que antecede, son auténticas, fueron puestas en mi presencia y pertenecen a las personas hábiles y de mi conocimiento: i) José Eduardo BARBIERI RUMI, mayor de edad, titular de la cédula de identidad número 1.323.038-3, con igual domicilio que su representada, en calidad de Apoderado y en nombre y representación de BOLSA ELECTRÓNICA DE VALORES DEL URUGUAY S.A. (B.E.V.S.A.), persona jurídica inscripta en el Registro Único Tributario de la Dirección General Impositiva con el número 21 287643 0015, con domicilio en la ciudad de Montevideo y sede actual en la calle Misiones número 1537 Piso 7; ii) Diego RODRÍGUEZ CASTGANO, mayor de edad, titular de la cédula de identidad número 4.021.524-7, con igual domicilio que su representada, en calidad de Presidente del Directorio y en nombre y representación de EF ASSET MANAGEMENT ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN SOCIEDAD ANÓNIMA, persona jurídica inscripta en el Registro Único Tributario de la Dirección General de Impositiva con el número 21 476953 0012, con domicilio en la ciudad de Montevideo y sede actual en la calle Juncal número 1392; a quienes previa lectura que del mismo les efectué, así lo otorgaron y suscribieron ante mí, expresando hacerlo

con sus firmas habituales. II) BOLSA ELECTRÓNICA DE VALORES DEL URUGUAY S.A. (B.E.V.S.A.) es persona jurídica hábil y vigente, constituida el 15 de enero de 1993. Su Estatuto fue aprobado por la Inspección General de Hacienda el 17 de agosto de 1993, inscripto en el Registro Público y General de Comercio el 21 de octubre de 1993 con el número 2087, al folio 4200 del Libro 3 de Estatutos y publicados en el Diario Oficial y El Observador Económico. De su Estatuto surge que: a) el plazo de la sociedad se encuentra vigente al día de hoy; b) la representación le corresponde al Presidente del Directorio; y c) el capital accionario se encuentra representado por acciones nominativas. Por Asamblea celebrada el 4 de abril de 2013 se resolvió designar el siguiente Directorio: Presidente: José Manuel de la Cruz Vega; Primer Vicepresidente: José Daniel Varese Pérez; Segundo Vicepresidente: Jorge Emilio Perazzo Puppo. Dichos cargos se encuentran vigentes al día de hoy. La sociedad cumplió con lo dispuesto por los artículos 13 y siguientes de la Ley 17.904, según declaratoria de fecha 27 de diciembre de 2013. Por escritura pública autorizada en la ciudad de Montevideo el 26 de agosto de 2005 por la Escribana María José Bentos, la sociedad confirió poder de administración a favor de José Eduardo Barbieri Rumi, con facultades suficientes para otorgar

actos como el que antecede. Dicho poder se encuentra vigente al día de hoy. III) E.F. ASSET MANAGEMENT ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSION SOCIEDAD ANONIMA es persona jurídica hábil y vigente, constituida por Acta de fecha 15 de enero de 2003 bajo la denominación de FL ASSET MANAGEMENT ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSION S.A. Su Estatuto fue aprobado por la Auditoría Interna de la Nación el 27 de marzo de 2003, inscripto en el Registro de Personas Jurídicas Sección Registro Nacional de Comercio el 7 de abril de 2003 con el número 2014, y publicado en el Diario Oficial y El Edicto ambos el 30 de abril de 2003. Por Asamblea Extraordinaria de Accionistas de fecha 16 de enero de 2004, se resolvió modificar la denominación, adoptando la actual de EF ASSET MANAGEMENT ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSION SOCIEDAD ANONIMA. Dicha reforma fue aprobada por la Auditoría Interna de la Nación el 17 de marzo de 2004, inscripta en el Registro de Personas Jurídicas Sección Registro Nacional de Comercio el 23 de marzo de 2004 con el número 2131, y publicada en el Diario Oficial y El Edicto ambos del 12 de abril de 2004. Del referido Estatuto y sus posteriores modificaciones surge que: a) el plazo de la sociedad se encuentra vigente al día de hoy; b) la representación de la sociedad le corresponde al Administrador, al Presidente o al Vicepresidente

indistintamente, o a dos Directores cualesquiera actuando conjuntamente, sin perjuicio de los poderes generales y/o especiales que otorgare; y c) el capital social está integrado por acciones nominativas desde su constitución. Por Asamblea General Ordinaria de Accionistas de fecha 26 de marzo de 2008, cuya acta luce copiada al Libro de Actas de Asambleas de la mencionada sociedad, inscripto en el Registro Nacional de Comercio el día 15 de mayo de 2003 con el número 10.521, se designó el siguiente Directorio: Presidente: Diego Rodríguez Castagno y Vicepresidente: Sandra González Vila; únicos directores designados al día de la fecha, quienes se encuentran en el ejercicio de sus cargos al día de hoy, y no luciendo copiadas al libro respectivo actas posteriores que modifiquen dicha designación. La sociedad dio cumplimiento a lo establecido en los artículos 13 y siguientes de la Ley 17.904, habiendo comunicado la actual integración de su Directorio, al Registro de Personas Jurídicas, sección Registro Nacional de Comercio, con el número 7.531 el 28 de mayo de 2012. **EN FE DE ELLO,** a solicitud de parte interesada y para su presentación ante quien corresponda, expido el presente en tres fojas de Papel Notarial de Actuación de la Serie Ex Números 315733, 315737 y 315738 , y lo

PAPEL NOTARIAL DE ACTUACIÓN

Fa Nº 637366

ESC. MARIA CLAUDIA PIAZZA CARRERO - 15970/3

sello, signo y firmo en la ciudad de Montevideo el nueve de octubre de dos mil catorce.-

DIEGO DURÁN HAEDO
ESCRIBANO PÚBLICO

003502
$ 1357,00
003502
$ 1357,00
003502

ARANCEL OFICIAL
Artículo 2.U.19.2.c
Honorarios $ 31.932
Cont. Notarial $ 5000
Fdo. Gremial $ .....

$ 1357,00
003502
$ 226,00
039642
$ 226,00
039642

PAPEL NOTARIAL DE ACTUACIÓN

Fa Nº 637367

ESC. MARIA CLAUDIA PIAZZA CARRERO - 15970/3

Número 20. PROTOCOLIZACIÓN PRECEPTIVA DE MODIFICACIÓN DE CONTRATO DE FIDEICOMISO DE FINANCIERO. En la ciudad de Montevideo, el día nueve de octubre de dos mil catorce, en cumplimiento de lo dispuesto por el artículo 292 de la Ley 18.362, incorporo al Registro de Protocolizaciones a mi cargo el siguiente documento y acta: a) Modificación de Contrato de Fideicomiso Financiero, otorgado el día de hoy en la ciudad Montevideo, entre EF ASSET MANAGEMENT ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A., AGRO EMPRESA FORESTAL S.A. y BOLSA ELECTRÓNICA DE VALORES DEL URUGUAY S.A., cuyas firmas certificaron la Escribana Litz Lopez y el suscrito Escribano; y b) la presente Acta de Protocolización y lo hago con el número veinte del folio ciento setenta y tres al folio ciento noventa. Esta Protocolización sigue inmediatamente a la número diecinueve de Protocolización Preceptiva de Contrato de Fideicomiso Financiero, verificada el día quince de agosto, del folio ciento cuarenta y dos al folio ciento setenta y dos.-

ES UNO DE LOS TRES PRIMEROS TESTIMONIOS que he compulsado de la Protocolización Preceptiva de Modificación de Contrato de Fideicomiso Financiero. **EN FE DE ELLO;** para **el Fiduciario** expido el presente en doce fojas de Papel Notarial de Actuación de la serie Ex números 315781 al 315787, 315793, 315789 al 315792, y lo sello, signo y firmo en Montevideo el nueve de octubre de dos mil catorce.-

DIEGO DURAN HABDO
ESCRIBANO PÚBLICO

Banco Central del Uruguay
CONSTANCIA
Los valores representativos de participaciones y/o derechos de crédito emitidos por el fiduciario EF ASSET MANAGEMENT AFISA en cumplimiento del presente contrato, son de OFERTA PÚBLICA.
Montevideo, 5 de DICIEMBRE de 20 14
Aclaracion de firma
JOSÉ A. LICANDRO
INTENDENTE DE
REGULACION FINANCIERA

PAPEL NOTARIAL DE ACTUACIÓN

Fa Nº 637368

ESC. MARIA CLAUDIA PIAZZA CARRERO - 15970/3

20708822

MINISTERIO DE EDUCACION Y CULTURA
DIRECCION GENERAL DE REGISTROS

Dirección General de Registros

NRO.54483

INSCRIPTO CON EL NRO.54483, en el:
REGISTRO NACIONAL DE ACTOS PERSONALES, el dia y hora 10/12/2014 09:19:06, el documento cuyas caracteristicas se indican:

4697

Escribano/Emisor:
DURAN HAEDO DIEGO ALBERTO

FIDEICOMISO Modificacion
Calificacion: PROVISORIA

A los solos efectos de ligar el documento que antecede con la presente, se indica:
Fiduciario
EF ASSET MANAGEMENT RUT: 214769530012

Amparado en Reserva de Prioridad [ ],de Nombre [ ] Nro. _____ de fecha _____

Acto Condicional. Se presentó Reserva de Prioridad Nro. _____ de fecha _____

Control fiscal:

Ley 16170 art.626 recibo Nro. _____ de fecha _____

Monto Tasa Registral: 2032

Firma Registrador

PRORROGADA: _____

CADUCA: _____

DEFINITIVA: 22 DEC 2014

Firma Registrador
JACQUELINE ANTUNEZ

Sigue papel notarial triple 0 Nº 873774

PAPEL NOTARIAL DE ACTUACIÓN

Fa Nº 637369

ESC. MARIA CLAUDIA PIAZZA CARRERO - 15970/3

AMPLIANDO LO QUE ANTECEDE, **CERTIFICO QUE**: El nombre de la Sociedad Administradora del Fideicomiso que antecede es Agro Empresa Forestal Sociedad Anónima. **EN FE DE ELLO**, a solicitud de parte interesada y para su presentación ante quien corresponda, expido el presente, que sello, signo y firmo en la ciudad de Montevideo el diecisiete de diciembre de dos mil catorce.-

DIEGO DURAN HARDO
ESCRIBANO PÚBLICO

Montevideo, 22 DEC 2014
INSCRIPCION DEFINITIVA

JACQUELINE ANTUNES
ESCRIBANA

TESTIMONIO. Las catorce fojas de fotocopia que anteceden CONCUERDAN BIEN Y FIELMENTE con el original de su mismo tenor que tengo de manifiesto. EN FE DE ELLO; a solicitud de parte interesada y para su presentación ante quien corresponda, expido el presente en catorce fojas de Papel Notarial de Actuación de la Serie Fa números 637356 al 637369, y lo sello, signo y firmo en Montevideo el cinco de enero de dos mil quince.-

ARANCEL OFICIAL
Artículo 8
Honorarios $ 238
Mont. Notarial $ 204
Fdo. Gremial $

Ma. CLAUDIA PIAZZA CARRERO
ESCRIBANA PUBLICA
MAT. Nº 10750

028546 42
028546 43
028546 33
100637 5
100637 7
100637 11
044367 10
040487 10

ANEXO 2

DOCUMENTO DE EMISION

ANEXO 2

DOCUMENTO DE EMISIÓN

El ---- de ---------- de 2015, **EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A.**, en su calidad de fiduciario del fideicomiso **"FIDEICOMISO FINANCIERO FORESTAL BOSQUES DEL URUGUAY 2"** (en adelante el "Fiduciario"), constituyendo domicilio en Juncal 1392, Montevideo, emite valores conforme a los siguientes términos y condiciones.

1. ANTECEDENTES

El presente Documento de Emisión se celebra de acuerdo a lo establecido en el Contrato de Fideicomiso de fecha 14 de agosto de 2014, celebrado entre el Fiduciario, Agroempresa Forestal S.A. y los Suscriptores Iniciales de los Valores (en adelante el "Contrato de Fideicomiso"), y establece los términos y condiciones en los que el Fiduciario emite los Valores a favor de los Titulares, en la forma que se detalla en este Documento de Emisión, en el Contrato de Fideicomiso y en el Prospecto.

2. DEFINICIONES

Los términos en mayúsculas tendrán el mismo significado que el atribuido a los mismos en el Contrato de Fideicomiso.

3. TÉRMINOS Y CONDICIONES DE LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

Por el presente Documento de Emisión, el Fiduciario emite certificados de participación en los resultados y remanente del Fideicomiso (en adelante los "Certificados de Participación" o los "Valores") a favor de los Titulares, de acuerdo a los términos y condiciones que se indican a continuación.

Los derechos de los Titulares están sujetos a las limitaciones y condiciones establecidas expresamente en el Prospecto, el Contrato de Fideicomiso y en el presente Documento de Emisión. Por el hecho de adquirir los Valores, los Titulares reconocen conocer el Prospecto y el Contrato de Fideicomiso y declaran aceptar todos los términos de los mismos.

3.1. Monto y moneda

El monto total de la emisión de Valores es de US$ [__] (Dólares [__]). El valor nominal de cada Valor será de US$ 1.000 (Dólares mil) No se admitirán transferencias, gravámenes o afectaciones fraccionadas de los Valores.

3.2. Integración

La integración de los Certificados de Participación se realizará en forma diferida en la Cuenta del Fideicomiso, de acuerdo al procedimiento y cronograma que se describe a continuación:

(i) La primer integración por un monto total equivalente al 6% del monto adjudicado, deberá realizarse el Día Hábil siguiente a la fecha de cierre del período de suscripción hasta las 16 horas.

(ii) La segunda integración por un monto total equivalente al 36% del monto adjudicado deberá realizarse a los 10 meses contados a partir de la fecha de

cierre del período de suscripción hasta las 16 horas.

(iii) La tercera integración por un monto total equivalente al 36% del monto adjudicado deberá realizarse a los 22 meses contados a partir de la fecha de cierre del período de suscripción hasta las 16 horas.

(iv) La cuarta integración por un monto total equivalente al 16% del monto adjudicado deberá realizarse a los 34 meses contados a partir de la fecha de cierre del período de suscripción hasta las 16 horas.

(v) La quinta integración por un monto total equivalente al 6% del monto adjudicado deberá realizarse a los 46 meses contados a partir de la fecha de cierre del período de suscripción hasta las 16 horas.

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

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

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

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

(a) Una garantía bancaria a primera demanda emitida por un banco de plaza, por el monto equivalente a su suscripción más un 20% por eventuales multas e intereses moratorios que pudieran corresponder, con vigencia por un plazo mínimo de un año y cuyo pago se deba realizar dentro de las 48 horas de presentada a su cobro ante el banco emisor; o

(b) Entrega de fondos en efectivo al Fiduciario por el monto equivalente a su suscripción, los que permanecerán prendados en garantía por parte del Fiduciario, sin generar intereses, y serán liberados para el Fideicomiso en cada Fecha de Integración. En este caso el Titular no deberá realizar una nueva integración de fondos en cada Fecha de Integración ya que los fondos correspondientes a cada integración serán liberados automáticamente por el Fiduciario.

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

Si en cualquier Fecha de Integración un Titular no realiza la integración a la cual está obligado, el Fiduciario deberá proceder de la siguiente forma para hacer efectivo el cobro del monto no integrado más los intereses moratorios y multa que correspondan:

(i) si existe una garantía bancaria, el Fiduciario procederá a solicitar el pago correspondiente a dicha garantía bancaria por el monto no integrado más la multa y los intereses de mora que correspondan hasta la fecha de pago; (ii) si no existe garantía o si no se logra el cobro de dicha garantía, el Fiduciario iniciará acciones judiciales contra el Titular para el cobro de la misma más la multa, intereses moratorios que correspondan hasta la fecha de cobro y las costas y costos que dichas medidas generen los cuales también serán de cargo del Titular. Recibidos los importes correspondientes a dichas integración no efectuadas en la Fecha de Integración, el Fiduciario procederá a emitir los Certificados de Participación que correspondan.

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

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

3.3. Garantía

Los Valores están únicamente garantizados y serán exclusivamente pagados con los Activos que forman parte del patrimonio del Fideicomiso, en las condiciones establecidas en el Contrato de Fideicomiso.

Al adquirir los Valores, los Titulares comprenden y aceptan que los derechos emergentes de los mismos, están sujetos a los términos, condiciones y limitaciones que se indican en el Contrato de Fideicomiso, y que en ningún caso el texto de este Documento de Emisión modifica, extiende o anula las estipulaciones expresamente contenidas en dicho documento.

3.4. Distribuciones por la participación

Se realizarán distribuciones a los Titulares toda vez que existan Fondos Netos Distribuibles luego de cada Cierre de Ejercicio, o al procederse a la venta de los Activos del Fideicomiso o por la distribución final de Fondos Netos Remanentes.

3.5. Plazo

Los Certificados de Participación existirán hasta la liquidación del Fideicomiso.

3.6. Limitación de responsabilidad

EL FIDUCIARIO NO ASUME RESPONSABILIDAD PATRIMONIAL ALGUNA FRENTE A LOS TITULARES, POR LA FALTA DE PAGO DE LOS VALORES.

LOS BIENES DEL FIDUCIARIO NO RESPONDERÁN POR LAS OBLIGACIONES CONTRAÍDAS EN LA EJECUCIÓN DEL FIDEICOMISO Y POR LA EMISION DE LOS VALORES. ESTAS OBLIGACIONES SERÁN SATISFECHAS EXCLUSIVAMENTE CON LOS BIENES DEL FIDEICOMISO, DE ACUERDO CON EL ARTÍCULO 8 DE LA LEY 17.703.

4. PAGO A LOS TITULARES

Los pagos de las sumas adeudadas bajo los Valores se harán efectivos en cada Fecha de Pago.

Todos los pagos a ser efectuados bajo los Valores serán netos y libres de toda imposición, tributo, gravamen, cargo, gasto o comisión de cualquier naturaleza que resulten aplicables al Fideicomiso en el presente o en el futuro en Uruguay, los que serán en todos los casos de cargo y cuenta del patrimonio del Fideicomiso.

El Fiduciario como emisor de los Valores y de acuerdo a las normas tributarias vigentes, procederá a retener en todos los casos el Impuesto a la Renta que corresponda sobre cada pago de intereses de los Valores, excepto en el caso de aquellos Titulares que no les corresponda la aplicación de retenciones de Impuesto a la Renta de las Personas Físicas ("IRPF") o Impuesto a la Renta de No Residentes ("IRNR") y que notifiquen expresamente al Fiduciario, previo a cada Fecha de Pago, que no corresponde realizar dicha retención por su tenencia de Valores. Dicha notificación previa a cada pago no será necesaria en el caso de los Titulares que sean Fondos de Ahorro Previsional.

A los efectos de emitir el resguardo por la retención efectuada, el Titular deberá presentarse ante el Fiduciario para que éste confirme su tenencia al momento de la retención y emita el respectivo resguardo.

5. PROCEDIMIENTO DE PAGO

Los pagos se realizarán por el Fiduciario a través de transferencia electrónica a la cuenta indicada por el Titular a tales efectos al momento de anotarse en el Registro.

El Fiduciario no asume responsabilidad alguna ante el Titular en caso de que dicha transferencia no fuera posible, o si se produjeran demoras o inconvenientes de cualquier naturaleza durante la transferencia, salvo casos de dolo o culpa grave del mismo. El Fiduciario cumplirá con ordenar la transferencia a la cuenta indicada por el Titular, siendo todos los riesgos y costos asociados a la misma de cuenta de dicho Titular.

6. REGISTRO DE LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

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

El Registro podrá llevarse por medios físicos o electrónicos.

Los Valores serán escriturales, siendo de aplicación los artículos 14 y siguientes de la Ley 18.627

La entidad registrante emitirá a los Titulares que resulten del Registro, una constancia escrita acreditante de su calidad de tal, con los datos identificatorios del Titular, valor nominal y residual de los Valores, y cualquier otra constancia o aclaración que la entidad registrante estime conveniente.

7. MODIFICACIÓN DE LAS CONDICIONES DE LA EMISIÓN

Los términos y condiciones de la emisión de los Valores, podrán ser modificados por el Fiduciario con el consentimiento de la Mayoría Absoluta de Titulares, con excepción de alguna de las siguientes modificaciones, las que no podrán ser acordadas si no es con el voto conforme de uno o más de los Titulares cuyos Valores representen un valor nominal superior al 75% del total de Valores emitidos:

(a) Modificar las condiciones de emisión de los Valores.

(b) Consagrar la forma de enajenación de los bienes del patrimonio fiduciario.

(c) Designar a la persona que tendrá a su cargo la enajenación del patrimonio como unidad de los bienes que la conforman.

(d) La extinción del Fideicomiso en caso de insuficiencia patrimonial del Fideicomiso.

(e) Aprobar la venta anticipada, de parte o el total de los Activos, a partir del quinto año, a propuesta del Administrador, o a propuesta de la Mayoría Especial de Titulares, en éste último caso siempre que dicha venta implique que la Tasa de Retorno (TIR) del proyecto sea superior al 9.5%.

(f) Aprobar cambios al Plan de Negocios, a propuesta del Administrador.

(g) Aprobar la prórroga de la venta de los Activos al final del proyecto forestal descripto en el Plan de Negocios, por hasta un plazo de [3 años]. También podrá aprobar la prórroga por más de [3 años] pero siempre que se cuente con el consentimiento del Administrador.

(h) La sustitución de la Entidad Representante.

8. OTRAS OBLIGACIONES Y RESPONSABILIDADES DEL FIDUCIARIO

En todos los casos en que se requiera una actuación del Fiduciario que no estuviera contemplada o regulada expresamente por el Contrato de Fideicomiso o el Prospecto, el Fiduciario solicitará instrucciones expresas a los Titulares, estándose a lo que éstos resuelvan por Mayoría Absoluta de Titulares. El Fiduciario no realizará acto ni tomará conducta alguna si los Titulares no se reunieran, o si no adoptaran decisión por Mayoría Absoluta de Titulares. El Fiduciario no asumirá responsabilidad alguna por las consecuencias de su inacción, en caso de que los Titulares no se reúnan o no logren la mayoría necesaria para adoptar decisión.

La Asamblea de Titulares no podrá suministrar instrucciones al Fiduciario en el sentido de hacer o no hacer algo distinto de, o adicional a, lo establecido en este Documento de Emisión, en el Contrato de Fideicomiso o en el Prospecto, sin el consentimiento del Fiduciario.

Las instrucciones que los Titulares impartan conforme lo dispuesto anteriormente, sólo serán revocables si la orden de revocación es recibida por el Fiduciario antes de la fecha de su ejecución.

9. SUSTITUCIÓN DEL FIDUCIARIO

De acuerdo a la Cláusula 30 del Contrato de Fideicomiso, los Titulares pueden, bajo ciertas circunstancias, disponer la sustitución del Fiduciario por otro fiduciario que se encuentre autorizado para actuar como tal en la República Oriental del Uruguay.

La sustitución se llevará a cabo de acuerdo al mecanismo establecido en el Contrato de Fideicomiso.

10. ACTUACIÓN DE LOS TITULARES

Las disposiciones relativas a la actuación de los Titulares, a las Asambleas de Titulares, a su competencia y reglamentación, y a las resoluciones que obligan a todos los Titulares se encuentran establecidas en la Cláusula 31 del Contrato de Fideicomiso.

El Fiduciario queda expresamente autorizado a informar a cualquier Titular que así lo solicite por escrito, indicando su voluntad de promover una decisión de la Asamblea de Titulares, una nómina de los nombres y domicilios registrados de los Titulares. Al adquirir los Valores, los Titulares reconocen y aceptan que autorizan expresamente al Fiduciario a otorgar dicha información, con el alcance establecido en dicha cláusula del Contrato de Fideicomiso.

11. ENTIDAD REGISTRANTE

El Fiduciario actúa como Entidad Registrante de la presente emisión, siendo el encargado de llevar el Registro, de acuerdo a los términos incluidos en el presente Documento de Emisión.

12. COTIZACIÓN

Los Valores cotizarán en BEVSA y/o la Bolsa de Valores de Montevideo.

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

LA BOLSA DE VALORES DE MONTEVIDEO NO ASUME RESPONSABILIDAD ALGUNA, PRINCIPAL NI DE GARANTÍA, POR LOS VALORES EMITIDOS POR EL FIDEICOMISO, NI POR EL CONTENIDO DEL PROSPECTO, QUE TUVO A LA VISTA. ASIMISMO NI LA BOLSA DE VALORES DE MONTEVIDEO NI SUS DIRECTIVOS, GERENTES PRINCIPALES O ASESORES, EFECTÚAN UNA RECOMENDACIÓN O PREDICCIÓN ALGUNA RESPECTO DE LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PROSPECTO DE EMISIÓN, SOBRE EL FIDEICOMISO, SOBRE EL O LOS NEGOCIOS PROPUESTOS, NI SOBRE TODAS LAS INSTITUCIONES QUE EN FORMA DIRECTA O INDIRECTA PARTICIPAN EN O CON EL FIDEICOMISO, NI ASUMEN RESPONSABILIDAD ALGUNA PRINCIPAL NI DE GARANTÍA POR LOS VALORES EMITIDOS POR EL FIDEICOMISO. LA BOLSA DE VALORES DE MONTEVIDEO NO ASUME LA OBLIGACIÓN DE REPRESENTAR A

LOS TITULARES DE LOS VALORES EMITIDOS POR EL FIDEICOMISO ANTE CUALQUIER INCUMPLIMIENTO DEL EMISOR, SALVO QUE LA INSTITUCIÓN HUBIERE SIDO DESIGNADA ENTIDAD REPRESENTANTE DE LOS MISMOS.

13. PROSPECTO

EF ASSET MANAGEMENT AFISA es responsable de la veracidad de la información económica, financiera y comercial incluida en el prospecto.

14. RATIFICACIÓN Y ACEPTACIÓN

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

15. COMUNICACIONES

Todas las notificaciones, solicitudes, demandas u otras comunicaciones que el Fiduciario realice a los Titulares, se considerarán debidamente efectuadas cuando las mismas sean enviadas por cualquier medio fehaciente al domicilio que el Titular de cada Valor haya declarado en el Registro que lleva el Fiduciario.

16. JURISDICCIÓN Y COMPETENCIA

Los Valores y las relaciones entre el Fiduciario, el Fideicomiso y los Titulares estarán sujetos a las leyes de la República Oriental del Uruguay y quedan sometidos a la jurisdicción de los tribunales de la ciudad de Montevideo.

17. REGISTRO DE LA EMISIÓN

La presente emisión de Valores se realiza en un todo conforme con la ley 18.627 de fecha de 16 de diciembre de 2009 y reglamentaciones vigentes, y fue inscripta en el Registro de Valores del Banco Central del Uruguay según Resolución de fecha 5 de diciembre de 2014, que habilita su oferta pública bajo la ley 18.627.

Por EF Asset Management AFISA

ANEXO 3

CONTRATO DE ADMINISTRACIÓN

CONTRATO DE ADMINISTRACIÓN

En la ciudad de Montevideo, el 14 de agosto de 2014, entre POR UNA PARTE: EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A., representado en este acto por Diego Rodriguez, con domicilio en Juncal 1392, Montevideo, **"el Fiduciario"**; Y POR OTRA PARTE: Agroempresa Forestal S.A., representado en este acto por Francisco Bonino, en adelante también denominada como **"el Administrador"**; se ha convenido el siguiente contrato de prestación de servicios:

1. ANTECEDENTES

Con fecha 14 de agosto de 2014, se convino el contrato de fideicomiso denominado "Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay 2" (en adelante "Contrato de Fideicomiso") entre los suscriptores iniciales de los Valores en sus calidades de fideicomitentes, EF Asset Management AFISA en su calidad de fiduciario financiero y Agroempresa Forestal S.A. en su calidad de administrador.

Con base en los términos y condiciones del Contrato de Fideicomiso, resultan que las funciones administración del Fideicomiso sean ejercidas por una persona distinta del Fiduciario.

Conforme a lo previsto en el Contrato de Fideicomiso, las funciones de administración quedarán a cargo del Administrador.

Dado el conocimiento y experiencia en la gestión de administración de patrimonios forestales, resulta conveniente designar al Agroempresa Forestal S.A. como Administrador durante la vigencia del Contrato de Fideicomiso, sin perjuicio de los supuestos de renuncia o revocación del Administrador, en los términos y condiciones de este Contrato.

Por el presente Contrato, el Administrador acepta el ejercicio de las funciones, atribuciones y deberes de administrador según lo dispuesto en el Contrato de Fideicomiso a los términos del presente Contrato.

2. DEFINICIONES

Los términos en mayúsculas tendrán el mismo significado que el atribuido a los mismos en el Contrato de Fideicomiso.

3. ADMINISTRACIÓN DE LOS BIENES FIDEICOMITIDOS

El Fiduciario designa al Administrador, y este acepta, cumplir con el ejercicio de las funciones, atribuciones y deberes de administrador en los términos del presente Contrato y el Contrato de Fideicomiso

El Administrador cumplirá la tarea de administrar los Bienes Fideicomitidos y llevar adelante la implementación del Plan de Negocios. Sin perjuicio de esto, el Fiduciario mantendrá la responsabilidad por la gestión del Administrador por las tareas subcontratadas a éste.

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

4. BIENES FIDEICOMITIDOS

Con los fondos provenientes de la colocación de los Valores del Fideicomiso, el Fiduciario invertirá en Inmuebles rurales para el posterior desarrollo de la actividad silvícola, en las condiciones previstas en el Contrato de Fideicomiso, para que integren el patrimonio del Fideicomiso. El Fiduciario invertirá en aquellos Inmuebles que sean recomendados por el Administrador de acuerdo a lo previsto en el Plan de Negocios siguiendo los procedimientos que se establecen en el presente Contrato.

5. FUNCIONES Y RESPONSABILIDADES DEL ADMINISTRADOR

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

(a) Ejecutar el Plan de Negocios, administrando los Bienes Fideicomitidos a tal fin.

(b) Seleccionar y analizar los Inmuebles a adquirir y/o arrendar y llevar adelante las negociaciones para la adquisición de los mismos. Previo a realizar las compras y/o arrendamientos, el Administrador deberá enviar al Comité de Vigilancia con al menos 5 Días Hábiles de anticipación a realizarse la compra, copia de los informes elaborados sobre el campo a adquirir, incluyendo el plan de forestación para el predio en cuestión. A efectos de las compras y/o arredramientos, se distinguen dos casos:

i. Compra autorizada tácitamente: En los casos en que se cumplan las siguientes restricciones, y si el Comité de Vigilancia no levantó observaciones en el plazo de 5 Días Hábiles, el Administrador podrá comprar/arrendar el predio en evaluación, siempre que:

- Precio de compra de Tierra: no será mayor en 10% del estimado para el proyecto.
- Distancia de Montevideo: menor a 370 km.
- Suelo Forestal: más del 60% del campo.
- Área que puede ser plantada: más del 50% del campo.
- Tasa de retorno esperada: mayor a 8.5%
- Monto de la operación: menor a 10 millones de dólares.

El Comité de Vigilancia podrá realizar en dicho plazo, observaciones referidas al no cumplimiento de las variables arriba mencionadas y debidamente fundadas. Si el Comité de Vigilancia realiza observaciones, las mismas serán vinculantes y se detendrá el proceso de compra y/o arrendamiento hasta que las mismas sean levantadas

ii. Compra con autorización de Comité de Vigilancia: En los casos donde las variables arriba mencionadas no se cumplan, el Administrador deberá pedir autorización al Comité de Vigilancia, el que deberá expedirse en un plazo de 5 Días Hábiles (salvo en los casos en que se encontrara fuera del país donde dispondrá de 10 Días Hábiles).

(c) Gestionar, coordinar, controlar y contratar las actividades con las empresas tercerizadas, siendo de cargo del Fideicomiso los costos por la contratación de éstas, de conformidad con lo dispuesto en la Cláusula 34.

(d) Comercializar la madera resultante de las plantaciones que se realicen en los Inmuebles.

(e) Llevar adelante otras negociaciones y actividades para el manejo de la

explotación forestal, incluyendo el otorgamiento de predios en pastoreo.

(f) Preparación y coordinación para la certificación de los bosques (por ejemplo bajo el estándar FSC).

(g) Preparación de los reportes mensuales, trimestrales y anuales detallados en el Plan de Negocios.

(h) Llevar adelante todas las tareas necesarias para el relacionamiento con el entorno en donde se encuentran localizados los Inmuebles.

(i) Negociar los contratos que sean necesarios con los proveedores.

(j) Realizar los controles de ejecución y calidad de los proveedores y terceros que se contraten para desarrollar las actividades.

(k) Exigir y cumplir con todas las normativas, leyes, y obligaciones pertinentes al sector y al país.

(l) Recorrer los Inmuebles para definir técnicas que aseguren el estado sanitario de los Bosques.

(m) Planificar, dirigir la prevención y combate de incendios.

(n) Percibir de los Deudores cualquier suma que éstos deban abonar al Fideicomiso. A estos efectos, el Administrador podrá iniciar las acciones que sean necesarias para reclamar dichos pagos.

(o) Realizar pagos a cualquier acreedor del Fideicomiso, utilizando a tal fin los fondos que se transfieran a la Cuenta Operativa de acuerdo a lo que se establece en el presente Contrato. El Administrador tendrá acceso a los saldos y movimientos de las Cuentas, pero únicamente tendrá facultades para girar sobre los fondos depositados en la Cuenta Operativa.

(p) Realizar todas las compras, arrendamientos y contrataciones que resulten necesarias a fin de ejecutar el Plan de Negocios.

(q) Confeccionar el presupuesto anual del Fideicomiso de acuerdo al Plan de Negocios (el "Presupuesto"), el cual deberá ser puesto a disposición del Fiduciario y de los Titulares antes de los 15 Días Hábiles del comienzo de cada Ejercicio Anual de que se trate. El Presupuesto deberá estimar los costos, gastos y demás pagos que deba realizar el Administrador en virtud de la administración de los Bienes Fideicomitidos durante el período presupuestado, en todos los casos indicando su relación y grado de cumplimiento con el Plan de Negocios, así como toda otra información que el Administrador o el Fiduciario estimen relevante. El Presupuesto indicará el monto a ser depositado por el Fiduciario en la Cuenta Operativa que se estime necesario para el cumplimiento del Plan de Negocios durante el período abarcado por el Presupuesto de que se trate.

(r) Elaborar los informes trimestrales de gestión de acuerdo a la Cláusula 33 de este Contrato, en el cual se indique el desarrollo del programa de inversiones como así también cualquier información que pudiera resultar relevante a los Beneficiarios. Asimismo deberá informar al Fiduciario inmediatamente de ocurrido cualquier hecho o acto relacionado con la ejecución del Plan de

Negocios que pudiera incidir considerablemente en la inversión realizada por los Titulares.

(s) Elaborar reportes trimestrales al Comité de Vigilancia, informando sobre las compras de agroquímicos detallándose: los precios de los mismos, su comparación con otras opciones del mercado y el proveedor.

(t) Determinar al finalizar cada Cierre de Ejercicio los Fondos Netos Distribuibles e informarlo al Fiduciario para efectuar los pagos que correspondan.

(u) Proponer a la Asamblea de Titulares la venta anticipada, de parte o el total de los Activos, en casos que entienda que exista una oportunidad que pueda resultar atractiva para los Titulares.

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

El Administrador será responsable por seleccionar y controlar a los contratistas que presten tareas para el Fideicomiso, aplicando a tales efectos los criterios para la selección y control de los contratistas establecidos en el Plan de Negocios.

Sin perjuicio de lo señalado, los criterios de selección y control podrán modificarse por cambios en la legislación o en la realidad donde se realice el trabajo. A estos efectos, el Administrador deberá proponer las modificaciones al Comité de Vigilancia para su aprobación.

El Administrador será responsable por los reclamos que se generen relacionados con empresas tercerizadas, solamente cuándo éstas se hayan iniciado por incumplimiento del Administrador de alguna de las obligaciones de control de contratistas establecidas en el Plan de Negocios. Si por el contrario el Administrador cumplió con todas sus obligaciones, aplicando todos los criterios de selección y control establecidos, pero igualmente se genera un reclamo, entonces la responsabilidad será asumida directamente por el patrimonio del Fideicomiso.

El Administrador deberá entregar al Fiduciario, dentro de los 120 días de finalizado cada ejercicio fiscal, copia de los estados contables auditados del Administrador del ejercicio anterior. Dichos estados contables estarán a disposición de los Titulares que quieran tener acceso a los mismos.

6. ESTÁNDARES MÍNIMOS DE DESEMPEÑO DEL ADMINISTRADOR

El Administrador deberá cumplir con los siguientes estándares mínimos de desempeño en su gestión, los cuales se evaluarán anualmente, de acuerdo a los siguientes criterios:

(a) Compra de tierras: dentro de los primeros 4 (cuatro) años, a contar desde la Fecha de Emisión, deberá comprarse y/o arrendarse al menos el 50% de las tierras definidas en el Plan de Negocios. En el caso de que las compras y/o arrendamientos sean mayores al 50%, pero menores al total del proyecto, el Comité de Vigilancia podrá asesorar a la Asamblea de Titulares si se extiende el plazo de compra o se devuelve el dinero correspondiente a tierras no

compradas y/o arrendadas, reduciéndose la superficie final del proyecto.

(b) Plantación: sobre las superficies compradas y/o arrendadas y evaluadas como plantables, se deberá haber plantado un 80% de las mismas como mínimo, cuando hayan transcurrido un plazo de 2 años desde la entrega de los campos por parte de los vendedores.

(c) Prendimiento: para el total de la superficie plantada cada año, deberá lograrse un prendimiento mínimo de 80% del stand inicial. Esta evaluación se hará en mayo del año siguiente al año evaluado. En caso de eventos climáticos extremos, como sequías (déficit de precipitaciones iguales o mayores al 45% de la media del lugar en los 2 meses siguientes a la plantación) o granizadas que afecten la plantación; el Administrador no será responsable del incumplimiento de esta meta siempre que los mismos sean comprobables.

El control sobre la compra y/o arrendamiento de tierras será realizado directamente por el Fiduciario en función de las compras y/o arrendamientos realizados.

A efectos de controlar los estándares de plantación y prendimiento (literales b y c anteriores), el Comité de Vigilancia designará a un técnico calificado para que lleve adelante las auditorías operativas que correspondan para verificar el cumplimiento por parte del Administrador de dichos estándares. Las auditorias operativas se deberán realizar semestralmente durante los primeros 3 años y posteriormente en forma anual.

Una vez entregados los reportes de las auditorias operativas, el Fiduciario comunicará los mismos a los Titulares.

El incumplimiento de cualquiera de estos estándares, será causa suficiente para que los Titulares por Mayoría Especial de Titulares resuelvan el cese del Administrador en sus funciones.

7. ACTUACIÓN DEL ADMINISTRADOR POR EL FIDEICOMISO

Cualquier cobro relacionado con los Bienes Fideicomitidos, sea en efectivo - mediante la percepción de sumas de dinero - en especie -, mediante la dación de bienes en pago-, así como cualquier renuncia, quita, espera o remisión de sumas a ser percibidas respecto de los Bienes Fideicomitidos, por cualquier concepto, y los recibos, instrumentos, o documentos que evidencien dichos actos jurídicos deberán ser suscriptos por el Administrador con la expresa constancia de que los mismos se otorgan por el Fideicomiso, para lo cual el Fiduciario otorgará poder al efecto al Administrador.

Todos los desembolsos a ser efectuados por el Fiduciario a efectos del cumplimiento del Plan de Negocios deberán ser previamente solicitados y justificados por el Administrador.

A efectos de hacer frente a los gastos operativos del Fideicomiso, el Fiduciario transferirá a la Cuenta Operativa dentro del plazo de 2 Días Hábiles de recibida la solicitud escrita por el Administrador, con fondos mantenidos en la Cuenta Recaudadora, los fondos que surjan del Presupuesto anual preparado por el Administrador.

Asimismo, el Fiduciario transferirá también a la Cuenta Operativa, dentro del plazo de 2 Días Hábiles de recibida la solicitud escrita por el Administrador, fondos adicionales que sean solicitados por el Administrador, necesarios para afrontar gastos

extraordinarios del Fideicomiso, siempre que ellos no excedan el 20% del Presupuesto para el año que corresponda. En caso que sean necesarios importes por encima de dicho porcentaje, se deberá solicitar la aprobación previa del Comité de Vigilancia.

A los fines de llevar a cabo sus funciones bajo el Fideicomiso, el Administrador podrá, a su exclusivo criterio, adelantar fondos propios. Dichos fondos le serán reintegrados mensualmente por el Fiduciario siempre que ellos correspondan a las actividades establecidas en el Contrato de Fideicomiso como en este contrato. Dichos adelantos no serán remunerados ni reconocerán ningún interés.

8. RENUNCIA DEL ADMINISTRADOR

El Administrador sólo podrá renunciar a sus obligaciones como Administrador bajo el Contrato de Fideicomiso y este Contrato cuando hubiere Justa Causa, en cuyo caso deberá cursar notificación por escrito al Fiduciario con una antelación no menor a los 90 (noventa) días, exponiendo claramente la causa de su renuncia.

Por Justa Causa se entiende el dictado de cualquier norma, ley, decreto, regulación, orden judicial o administrativa, o la ocurrencia de un hecho de fuerza mayor o caso fortuito, como consecuencia de los cuales el Administrador se vea sustancialmente afectado en forma adversa para cumplir con sus derechos y obligaciones bajo el presente, salvo en aquellos supuestos en los que hubiere mediado dolo o culpa grave del Administrador calificada como tal por una sentencia judicial firme o laudo dictado por un tribunal competente.

En su caso, la renuncia del Administrador no entrará en vigencia hasta que el Administrador sustituto haya asumido las responsabilidades y obligaciones del Administrador de conformidad con lo dispuesto en este Contrato.

El Administrador continuará percibiendo la retribución fija prevista hasta que se haga efectiva su renuncia. Si la renuncia ocurriera dentro de los 8 primeros años del Proyecto, el Administrador no tendrá derecho a cobrar Performance Fee, mientras que si la renuncia ocurre a partir del año 9, se pagará el Performance Fee que corresponda al momento de la renuncia. En caso de que el Fideicomiso no disponga de Fondos Líquidos para pagar el Performance Fee al momento de la renuncia, el Administrador deberá aguardar para el cobro al primer pago de distribuciones a los Titulares que ocurra, topeando su cobro en cada momento de distribución en el 50% de los fondos que se distribuyen.

9. CAUSALES DE REVOCACIÓN DEL ADMINISTRADOR

9.1. Remoción con justa causa

Por decisión de la Mayoría Especial de Titulares, se procederá la remoción del Administrador, sin que ello otorgue derecho a indemnización alguna, cuando ocurra cualquiera de estos hechos respecto del Administrador:

(a) Incumplimiento calificado en cuanto a su naturaleza, gravedad y consecuencias de alguna de sus obligaciones, y no la remediare dentro del plazo de treinta (30) Días Hábiles de recibida la pertinente intimación del Fiduciario. A los efectos del presente, se entiende por incumplimiento calificado del Administrador, a modo ilustrativo los siguientes: i) no cumplir con las normas sobre conflictos de intereses previstas en la cláusula 15 de este Contrato; o ii) en caso de incumplir las obligaciones en materia de normativa laboral y de seguridad social;

(b) incumplimiento de cualquiera de los estándares mínimos de gestión establecidos en la Cláusula 10 de este Contrato;

(c) no brindare al Fiduciario la información correspondiente y necesaria, conforme al presente Contrato, para que el Fiduciario cumpla con la carga informativa que le es propia frente a los Titulares;

(d) no otorgare en tiempo oportuno los actos públicos y/o privados que fueran necesarios para el Fiduciario para cumplir con la finalidad del Fideicomiso;

(e) fuera decretado contra el Administrador un embargo, inhibición, o cualquier otra medida cautelar por un monto acumulado superior al diez por ciento (10%) del valor nominal de los Valores emitidos, y dichas medidas cautelares o definitivas no fueran levantadas en el plazo de treinta (30) Días Hábiles, exceptuando de este caso a las contingencias laborales entabladas al Fideicomiso por personal de las empresas tercerizadas;

(f) la disolución o concurso del Administrador;

(g) el BCU emitiera una nota, dictamen, resolución u opinión desfavorable sobre la actuación del Administrador, o sugirieran o solicitaran el cambio del Administrador.

(h) se produjera un cambio de control en el Administrador sin la autorización previa de la Mayoría Absoluta de Titulares. Se entiende por cambio de control un cambio en: i) la participación social o accionaria directa o indirecta en el Administrador mayor al 50% (cincuenta por ciento) de las acciones o participaciones sociales según corresponda, o ii) la dirección de la administración y políticas del Administrador, ya sea por un cambio en las participaciones sociales o acciones, por contrato o por cualquier otra forma; siempre que, cualquiera de las situaciones mencionadas en i) y ii) tuviera como consecuencia que el Administrador se encuentre bajo influencia directa o indirecta de otra u otras personas físicas o jurídicas distintas de aquéllas respecto de las que se encuentra al día de la fecha. No se tomarán en cuenta a efectos de considerar la existencia de un cambio de control, las transferencias de acciones que sean consecuencia de: i) ventas de acciones a personas físicas o jurídicas que tengan probada experiencia en administración de activos forestales y siempre que se cuente con la aprobación de la Mayoría Absoluta de Titulares, quienes se podrán oponer solamente por motivos fundados, b) transferencias de acciones a los herederos, en caso de fallecimiento de alguno de los accionistas, siempre que dichos herederos no participen en la administración del Administrador o en caso de hacerlo demuestren tener probada experiencia en la administración de activos forestales, según el procedimiento establecido en el numeral i) anterior (aprobación de la Mayoría Absoluta de Titulares, quienes se podrán oponer solamente por motivos fundados), o iii) transferencias entre los actuales accionistas controlantes.

El Administrador se obliga a informar al Fiduciario, en forma fehaciente, a más tardar al tercer Día Hábil siguiente al de haber tomado conocimiento por cualquier medio, el acaecimiento de cualquiera de las situaciones antes detalladas. El incumplimiento de esta obligación será también una causal de remoción del Administrador, excepto que el Administrador acredite en forma fehaciente que tales causales han cesado de existir.

El Administrador tendrá derecho a percibir la retribución prevista devengada hasta el momento de su remoción. Los gastos y honorarios relacionados con dicha remoción con causa, serán de cargo del Administrador.

9.2. Remoción sin justa causa

En el caso en que se remueva al Administrador sin expresión de causa por Mayoría Especial de Titulares, el Fiduciario deberá (cualquiera fuera el momento en que la remoción se comunique), abonar al Administrador una indemnización equivalente al performance fee proyectado por el Fiduciario al momento de la remoción, con un mínimo de US$ 1.003.119 (un millón tres mil ciento diecinueve Dólares). Si la remoción ocurriera durante los 3 (tres) primeros años del Fideicomiso, el monto calculado o el mínimo en caso de aplicar se reducirá en 50% (cincuenta por ciento).

Para el cálculo del Performance Fee a pagar, el Fiduciario partirá de la última valuación disponible y proyectará el valor del Fideicomiso al final del período inicialmente planteado. Para hacerlo podrá usar el modelo original del negocio o un modelo con el que el Comité de Vigilancia y el Administrador estén de acuerdo. Para estimar la evolución de las variables que se listan más abajo (salvo la evolución del valor de la Tierra), utilizará el valor promedio resultante de la opinión de dos consultoras reconocidas. El Administrador podrá elegir entre (a) cobrar en forma inmediata (10 Días Hábiles) el monto calculado por el Fiduciario, descontado desde el fin del plazo original del Proyecto a la fecha de la remoción a una tasa del 8% anual; o (b) aguardar al final del período original para cobrar el monto sin descuento.

Las variables a ajustar serán las siguientes:

- A definir mediante opinión de consultoras
  - Evolución esperada del precio de la Madera para las especies que haya plantado el Fideicomiso.
  - Evolución esperada del precio del pastoreo.
  - Inflación en pesos y evolución del tipo de cambio esperadas.
- Con evolución pre definida
  - Evolución esperada del precio de la Tierra. La evolución de su valor futuro será 3% anual en dólares (sobre la inflación de Estados Unidos de América).

La remoción sin causa justa no podrá realizarse a partir del año 15 del Proyecto o en caso de que ya haya sido definida una venta anticipada de los activos del Proyecto.

10. DESIGNACIÓN DEL ADMINISTRADOR SUSTITUTO

En cualquier caso de inhabilitación, remoción o cualquier otro supuesto de vacancia en el cargo del Administrador, el Fiduciario requerirá de inmediato el consentimiento de la Mayoría Absoluta de Titulares para el nombramiento del Administrador sustituto, a cuyo efecto propondrá como mínimo tres (3) posibles sustitutos.

Una vez designado por la Mayoría Absoluta de Titulares el Administrador sustituto, bastará la comunicación fehaciente al Administrador saliente de la designación y aceptación del cargo por parte del Administrador sustituto.

La sustitución del Administrador se hará efectiva una vez que se haya producido: (i) la designación del Administrador sustituto conforme lo dispuesto precedentemente, y (ii) la aceptación por parte del Administrador sustituto de dicha designación, la que deberá ser notificada al Fiduciario por escrito. Hasta tanto no se cumplan los requisitos antes mencionados, el Administrador deberá continuar en ejercicio de sus funciones.

Si dentro de los treinta (30) Días Hábiles de haber sido removido el Administrador por parte del Fiduciario, la Mayoría Absoluta de Titulares no hubiere designado un Administrador sustituto, o éste no hubiere asumido como tal, el Fiduciario podrá proceder a la liquidación del Fideicomiso.

Todos los gastos relacionados con la remoción y el nombramiento del Administrador sustituto serán a cargo del Fideicomiso, excepto para el caso de remoción con causa en la cual los gastos serán de cargo del Administrador.

11. CONFLICTOS DE INTERESES

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

(a) En el cumplimiento de su política de inversión de los recursos del Fideicomiso, el Administrador actuará con absoluta independencia de otros intereses del área agroforestal, exigiendo a su personal vinculado con la toma de decisiones de inversión, un especial cuidado y transparencia en el proceso de toma de decisiones, de manera de evitar conflictos de interés y propender así a la mejor administración del Fideicomiso, buscando en todo momento que las operaciones de adquisición y enajenación y arrendamiento de activos que se hagan por cuenta del Fideicomiso se efectúen en exclusivo interés de los Beneficiarios.

Sin perjuicio de lo anterior, si una determinada entidad en la cual el Fideicomiso mantiene inversiones, por razones ajenas al Fiduciario y al Administrador, pasa a ser Vinculado respecto de cualquiera de ellos, la situación deberá ser comunicada al Comité de Vigilancia en caso que se encuentre constituido o a la Asamblea de Titulares dentro de los 5 Días Hábiles siguientes del día en que haya ocurrido el hecho y deberá regularizarse dentro del plazo de dos años contados desde que ésta se produjo.

(b) El Administrador y sus Vinculados no podrán realizar transacciones ni prestar servicios de cualquier naturaleza al Fideicomiso, salvo los previstos en el Contrato de Fideicomiso y el presente Contrato. El Administrador se obliga a presentar al Fiduciario a la firma de este Contrato, una declaración jurada indicando todos sus Vinculados y se obliga a actualizar la misma toda vez que exista algún cambio.

Sin perjuicio de lo mencionado, se autoriza expresamente al Administrador a comprar productos agroquímicos a la Novillada S.A. (empresa Vinculada al Administrador) en condiciones de mercado, para los cuales se deberá informar al Comité de Vigilancia mediante reportes periódicos. Ante cualquier observación del Comité de Vigilancia, la Mayoría Absoluta de Titulares podrá revocar la autorización para operar con la Novillada S.A.

(c) El Fideicomiso no podrá comprar ni arrendar tierras de propiedad del Administrador y/o sus Vinculados. Previo a toda compra, el Administrador deberá presentar al Fiduciario una declaración jurada indicando que el vendedor no es Vinculado al Administrador. En caso que sin perjuicio de no tratarse de un Vinculado, exista entre el Administrador o su personal superior y el vendedor, un vínculo de consanguinidad hasta el tercer grado o de afinidad hasta el segundo grado, el Administrador deberá comunicarlo al Fiduciario y al Comité de Vigilancia, y solamente se podrá realizar la compra o el arrendamiento si la misma es previamente aprobada por el Comité de

Vigilancia.

(d) El Fideicomiso no podrá efectuar operaciones con personas o entidades que sean propietarias de Valores por cuenta propia, sin importar quien sea el Titular registrado de dichos Valores, excepto que estas operaciones sean aprobadas por una Mayoría Absoluta de Titulares. Esta restricción no aplicará a aquellos Titulares que mantengan Valores por cuenta de terceros y así lo declaren expresamente.

(e) Queda estrictamente prohibido a los directores y gerentes del Administrador ofrecer asesorías, consultorías o cualquier otro servicio de la misma naturaleza al Fideicomiso

(f) El Fideicomiso tampoco podrá efectuar operaciones con personas deudoras del propio Administrador o de sus personas Vinculadas. No obstante, para estos efectos no se considerará como persona relacionada con el Administrador la que adquiera dicha condición como consecuencia de la inversión en ella de los recursos del Fideicomiso.

(g) El Administrador no podrá durante el período que el Fideicomiso se encuentre invirtiendo en tierras, ni directa ni indirectamente, participar en otros proyectos de fondos y fideicomisos forestales de oferta pública en Uruguay, que compren tierras en el área de injerencia del Fideicomiso, excepto que así sea autorizado por una Mayoría Especial de Titulares.

Finalizada la inversión en tierras por parte del Fideicomiso, el Administrador podrá participar en otros proyectos de fondos y fideicomisos forestales de oferta pública, previa notificación por escrito a los Titulares con al menos 60 días de anticipación.

(h) Las funciones de Fiduciario y Administrador deberán siempre mantenerse en forma independiente, no pudiendo las empresas que cumplan dichas funciones ser empresas Vinculadas.

12. RETRIBUCIÓN DEL ADMINISTRADOR

En compensación por los servicios que el Administrador se obliga a prestar por el presente Contrato, el Administrador percibirá a modo de retribución, de conformidad con los términos establecidos en el Prospecto:

(a) una cantidad fija anual que se calculará como 1% del monto emitido, equivalente si la emisión se hace por el total a US$ 700.000 (dólares americanos (quinientos cincuenta y cinco mil ciento veinte y ocho) ajustada según paramétrica y coeficiente anual de conformidad con lo establecido en la cláusula 14 (a) del Plan de Negocio; estableciéndose que dicho monto, luego de ser ajustado por la paramétrica no podrá ser mayor al 1,5% del valor del monto resultante de la valuación anual del Fideicomiso, excepto durante los años de integración del capital.

(b) una compensación por desempeño ("Performance Fee") en caso que la Tasa de Retorno (TIR) del proyecto sea superior al 8%, percibiendo el Administrador un 12% del retorno adicional, la cual será calculada por el Fiduciario.

A efectos de determinar el monto del Performance Fee, se calculará la Tasa Interna de Retorno del Proyecto en el último año de operación del Fideicomiso, considerando los flujos de fondos libres obtenidos por los inversores durante el período y el valor del

patrimonio del fideicomiso, previo a su liquidación. La inversión inicial (US$ 60.000.000) se actualizará en ese año, utilizando la tasa de descuento del 8%. A la diferencia resultante entre la inversión inicial actualizada a la TIR y la inversión actualizada al 8%, se le aplicará el porcentaje del 12%, obteniéndose de esta forma, el Performance Fee a pagar al Administrador en el último año.

A dichas retribuciones debe agregársele el correspondiente Impuesto al Valor Agregado.

Dichas retribuciones serán de cargo del patrimonio del Fideicomiso.

El pago de la retribución fija se hará efectivo dentro de los diez Días Hábiles del mes siguiente al que corresponda, contra la presentación de la factura del Administrador. Y en caso de corresponder el pago por desempeño, se hará cuando se liquiden los activos.

Los impuestos presentes o futuros que graven dichos pagos al Administrador por la administración del Fideicomiso, excluido el Impuesto a la Renta del Administrador, serán con cargo a los Activos del Fideicomiso.

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

13. APLICACIÓN DEL CONTRATO DE FIDEICOMISO

En todo lo no previsto en el presente Contrato, se regirá por el régimen dispuesto en el Contrato de Fideicomiso.

El presente contrato se suscribe en dos ejemplares del mismo tenor en la fecha indicada.

El Fiduciario

Nombre:

Cargo:

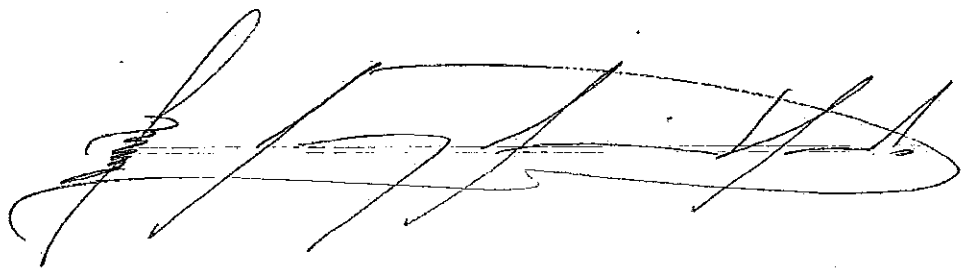
El Administrador del Fideicomiso

Nombre: Francisco Durán

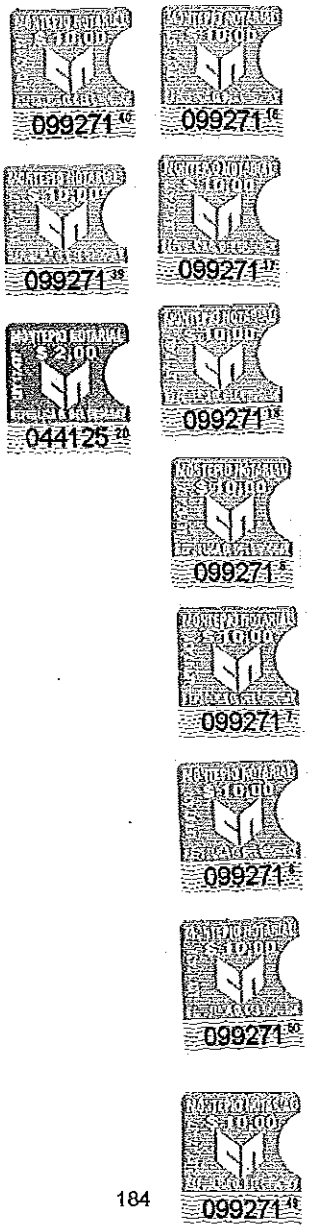
Cargo: Director.

TESTIMONIO. Las seis fojas de fotocopia que anteceden **CONCUERDAN BIEN Y FIELMENTE** con el original de su mismo tenor que tengo de manifiesto. **EN FE DE ELLO**; a solicitud de parte interesada y para su presentación ante quien corresponda, expido el presente en seis fojas de Papel Notarial de Actuación de la Serie Ex números 315676 al 315681, y lo sello, signo y firmo en Montevideo el quince de agosto de dos mil catorce.-

ARANCEL OFICIAL
Artículo 8
Honorarios $ 653
Mont. Notarial $ 193
Fdo. Gremial: $ .....



DIEGO DURAN HAEDO
ESCRIBANO PÚBLICO



MODIFICACION DE CONTRATO DE ADMINISTRACIÓN

En Montevideo, el 9 de octubre de 2014, entre POR UNA PARTE: EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A., representado en este acto por Diego Rodriguez, con domicilio en Juncal 1392, Montevideo, "el Fiduciario"; Y POR OTRA PARTE: Agroempresa Forestal S.A., representado en este acto por Francisco Bonino, en adelante también denominada como "el Administrador"; se ha convenido el siguiente contrato de prestación de servicios:

1. ANTECEDENTES

Con fecha 14 de agosto de 2014, se convino el contrato de fideicomiso denominado "Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay 2" (en adelante, el "Contrato de Fideicomiso").

Con la misma fecha se celebró un Contrato de Administrador entre el Fiduciario y el Administrador, por el cual se designó a Agroempresa Forestal S.A. como Administrador durante la vigencia del Contrato de Fideicomiso, sin perjuicio de los supuestos de renuncia o revocación del Administrador, en los términos y condiciones de dicho contrato (en adelante, el "Contrato de Administración").

Con posterioridad a la firma del Contrato de Fideicomiso, las Partes han acordado modificar ciertas cláusulas del Contrato de Administración, para lo cual suscriben el presente.

2. DEFINICIONES

Los términos en mayúsculas tendrán el mismo significado que el atribuido a los mismos en el Contrato de Fideicomiso.

3. MODIFICACION DE LA CLAUSULA 5 (FUNCIONES Y RESPONSABILIDADES DEL ADMINISTRADOR)

Se acuerda modificar la cláusula 5 del Contrato de Administración, la que quedará redactada de la siguiente forma:

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

(a) Ejecutar el Plan de Negocios, administrando los Bienes Fideicomitidos a tal fin.

(b) Seleccionar y analizar los Inmuebles a adquirir y/o arrendar y llevar adelante las negociaciones para la adquisición de los mismos. Previo a realizar las compras y/o arrendamientos, el Administrador deberá enviar al Comité de Vigilancia con al menos 5 Días Hábiles de anticipación a realizarse la compra, copia de los informes elaborados sobre el campo a adquirir, incluyendo el plan de forestación para el predio en cuestión. A efectos de las compras y/o arredramientos, se distinguen dos casos:

i. Compra autorizada tácitamente: En los casos en que se cumplan las siguientes restricciones, y si el Comité de Vigilancia no levantó observaciones en el plazo de 5 Días Hábiles, se podrá comprar/arrendar el predio en evaluación, siempre que:

- *Precio de compra de Tierra: no será mayor en 10% del estimado para el*

proyecto.

- *Distancia de Montevideo: menor a 370 km.*
- *Suelo Forestal: más del 60% del campo.*
- *Área que puede ser plantada: más del 50% del campo.*
- *Tasa de retorno esperada: mayor a 8.5%*
- *Monto de la operación: menor a 10 millones de dólares.*

El Comité de Vigilancia podrá realizar en dicho plazo, observaciones referidas al no cumplimiento de las variables arriba mencionadas y debidamente fundadas. Si el Comité de Vigilancia realiza observaciones, las mismas serán vinculantes y se detendrá el proceso de compra y/o arrendamiento hasta que las mismas sean levantadas

ii. *Compra con autorización de Comité de Vigilancia: En los casos donde las variables arriba mencionadas no se cumplan, el Administrador deberá pedir autorización al Comité de Vigilancia, el que deberá expedirse en un plazo de 5 Días Hábiles (salvo en los casos en que se encontrare fuera del país donde dispondrá de 10 Días Hábiles).*

(c) *Gestionar, coordinar, controlar y contratar las actividades con las empresas tercerizadas, siendo de cargo del Fideicomiso los costos por la contratación de éstas, de conformidad con lo dispuesto en la Cláusula 34.*

(d) *Comercializar la madera resultante de las plantaciones que se realicen en los Inmuebles.*

(e) *Llevar adelante otras negociaciones y actividades para el manejo de la explotación forestal, incluyendo el otorgamiento de predios en pastoreo.*

(f) *Preparación y coordinación para la certificación de los bosques (por ejemplo bajo el estándar FSC).*

(g) *Preparación de los reportes mensuales, trimestrales y anuales detallados en el Plan de Negocios.*

(h) *Llevar adelante todas las tareas necesarias para el relacionamiento con el entorno en donde se encuentran localizados los Inmuebles.*

(i) *Negociar los contratos que sean necesarios con los proveedores.*

(j) *Realizar los controles de ejecución y calidad de los proveedores y terceros que se contraten para desarrollar las actividades.*

(k) *Exigir y cumplir con todas las normativas, leyes, y obligaciones pertinentes al sector y al país.*

(l) *Recorrer los Inmuebles para definir técnicas que aseguren el estado sanitario de los Bosques.*

(m) *Planificar, dirigir la prevención y combate de incendios.*

(n) *Reclamar de los Deudores cualquier suma que éstos deban abonar al Fideicomiso. A estos efectos, el Administrador podrá iniciar las acciones que sean necesarias para reclamar dichos pagos.*

(o) Solicitar que se realicen pagos a cualquier acreedor del Fideicomiso, utilizándose a tal fin los fondos que se transfieran a la Cuenta Operativa de acuerdo a lo que se establece en el presente Contrato. El Administrador tendrá acceso a los saldos y movimientos de las Cuentas, pero no tendrá facultades para girar sobre los fondos depositados en la Cuenta Operativa.

(p) Gestionar todas las compras, arrendamientos y contrataciones que resulten necesarias a fin de ejecutar el Plan de Negocios.

(q) Confeccionar el presupuesto anual del Fideicomiso de acuerdo al Plan de Negocios (el "Presupuesto"), el cual deberá ser puesto a disposición del Fiduciario, el Comité de Vigilancia y de los Titulares antes de los 15 Días Hábiles del comienzo de cada Ejercicio Anual de que se trate. El Presupuesto deberá estimar los costos, gastos y demás pagos que deba realizar el Administrador en virtud de la administración de los Bienes Fideicomitidos durante el período presupuestado, en todos los casos indicando su relación y grado de cumplimiento con el Plan de Negocios, así como toda otra información que el Administrador o el Fiduciario estimen relevante. El Presupuesto indicará el monto a ser depositado por el Fiduciario en la Cuenta Operativa que se estime necesario para el cumplimiento del Plan de Negocios durante el período abarcado por el Presupuesto de que se trate.

(r) Elaborar los informes trimestrales de gestión de acuerdo a la Cláusula 33 de este Contrato, en el cual se indique el desarrollo del programa de inversiones como así también cualquier información que pudiera resultar relevante a los Beneficiarios. Asimismo deberá informar al Fiduciario inmediatamente de ocurrido cualquier hecho o acto relacionado con la ejecución del Plan de Negocios que pudiera incidir considerablemente en la inversión realizada por los Titulares.

(s) Elaborar reportes trimestrales al Comité de Vigilancia, informando sobre las compras de agroquímicos detallándose: los precios de los mismos, su comparación con otras opciones del mercado y el proveedor.

(t) Determinar al finalizar cada Cierre de Ejercicio los Fondos Netos Distribuibles e informarlo al Fiduciario para efectuar los pagos que correspondan.

(u) Proponer a la Asamblea de Titulares la venta anticipada, de parte o el total de los Activos, en casos que entienda que exista una oportunidad que pueda resultar atractiva para los Titulares.

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

El Administrador será responsable por seleccionar y controlar a los contratistas que presten tareas para el Fideicomiso, aplicando a tales efectos los criterios para la selección y control de los contratistas establecidos en el Plan de Negocios.

Sin perjuicio de lo señalado, los criterios de selección y control podrán modificarse por cambios en la legislación o en la realidad donde se realice el trabajo. A estos efectos, el Administrador deberá proponer las modificaciones al Comité de Vigilancia para su aprobación.

El Administrador será responsable por los reclamos que se generen relacionados con empresas tercerizadas, solamente cuándo éstas se hayan iniciado por incumplimiento del Administrador de alguna de las obligaciones de control de contratistas establecidas en el Plan de Negocios. Si por el contrario el Administrador cumplió con todas sus obligaciones, aplicando todos los criterios de selección y control establecidos, pero igualmente se genera un reclamo, entonces la responsabilidad será asumida directamente por el patrimonio del Fideicomiso.

El Administrador deberá entregar al Fiduciario, dentro de los 120 días de finalizado cada ejercicio fiscal, copia de los estados contables auditados del Administrador del ejercicio anterior. Dichos estados contables estarán a disposición de los Titulares que quieran tener acceso a los mismos."

4. MODIFICACION DE LA CLAUSULA 7 (ACTUACIÓN DEL ADMINISTRADOR POR EL FIDEICOMISO)

Se acuerda modificar la cláusula 7 del Contrato de Administración, la que quedará redactada de la siguiente forma:

"Todos los desembolsos a ser efectuados por el Fiduciario a efectos del cumplimiento del Plan de Negocios deberán ser previamente solicitados y justificados por el Administrador.

A efectos de hacer frente a los gastos operativos del Fideicomiso, el Fiduciario transferirá a la Cuenta Operativa dentro del plazo de 2 Días Hábiles de recibida la solicitud escrita por el Administrador, con fondos mantenidos en la Cuenta Recaudadora, los fondos que surjan del Presupuesto anual preparado por el Administrador.

Asimismo, el Fiduciario transferirá también a la Cuenta Operativa, dentro del plazo de 2 Días Hábiles de recibida la solicitud escrita por el Administrador, fondos adicionales que sean solicitados por el Administrador, necesarios para afrontar gastos extraordinarios del Fideicomiso, siempre que ellos no excedan el 20% del Presupuesto para el año que corresponda. En caso que sean necesarios importes por encima de dicho porcentaje, se deberá solicitar la aprobación previa del Comité de Vigilancia.

A los fines de llevar a cabo sus funciones bajo el Fideicomiso, el Administrador podrá, a su exclusivo criterio, adelantar fondos propios. Dichos fondos le serán reintegrados mensualmente por el Fiduciario siempre que ellos correspondan a las actividades establecidas en este contrato. Dichos adelantos no serán remunerados ni reconocerán ningún interés."

5. MODIFICACION DE LA CLAUSULA 10 (DESIGNACION DEL ADMINISTRADOR SUSTITUTO)

Se acuerda modificar la cláusula 10 del Contrato de Administración, la que quedará redactada de la siguiente forma:

"En cualquier caso de inhabilitación, remoción o cualquier otro supuesto de vacancia en el cargo del Administrador, el Fiduciario requerirá de inmediato el consentimiento de la Mayoría Absoluta de Titulares para el nombramiento del Administrador sustituto, a cuyo efecto propondrá como mínimo tres (3) posibles sustitutos.

Una vez designado por la Mayoría Absoluta de Titulares el Administrador sustituto,

bastará la comunicación fehaciente al Administrador saliente de la designación y aceptación del cargo por parte del Administrador sustituto.

La sustitución del Administrador se hará efectiva una vez que se haya producido: (i) la designación del Administrador sustituto conforme lo dispuesto precedentemente, y (ii) la aceptación por parte del Administrador sustituto de dicha designación, la que deberá ser notificada al Fiduciario por escrito. Hasta tanto no se cumplan los requisitos antes mencionados, el Administrador deberá continuar en ejercicio de sus funciones.

Si dentro de los treinta (30) Días Hábiles de haber sido removido el Administrador por parte del Fiduciario (de acuerdo a lo resuelto por la Mayoría Especial de Titulares), la Mayoría Absoluta de Titulares no hubiere designado un Administrador sustituto, o éste no hubiere asumido como tal, el Fiduciario podrá proceder a la liquidación del Fideicomiso, excepto que la Mayoría Absoluta de Titulares resuelva hacerse cargo de las tareas del Administrador de otra forma.

Todos los gastos relacionados con la remoción y el nombramiento del Administrador sustituto serán a cargo del Fideicomiso, excepto para el caso de remoción con causa en la cual los gastos serán de cargo del Administrador."

6. MODIFICACION DE LA CLAUSULA 12 (RETRIBUCIÓN DEL ADMINISTRADOR)

Se acuerda modificar la cláusula 12 del Contrato de Administración, la que quedará redactada de la siguiente forma:

"En compensación por los servicios que el Administrador se obliga a prestar por el presente Contrato, el Administrador percibirá a modo de retribución, de conformidad con los términos establecidos en el Prospecto:

(a) una cantidad fija anual que se calculará como 1% del monto emitido, equivalente si la emisión se hace por el total a US$ 700.000 (Dólares setecientos mil) ajustada según paramétrica y coeficiente anual de conformidad con lo establecido en la cláusula 14 (a) del Anexo (Plan de Negocio); estableciéndose que dicho monto, luego de ser ajustado por la paramétrica no podrá ser mayor al 1,5% del valor del monto resultante de la valuación anual del Fideicomiso, excepto durante los años de integración del capital.

(b) una compensación por desempeño ("Performance Fee") en caso que la Tasa de Retorno (TIR) del proyecto sea superior al 8%, percibiendo el Administrador un 12% del retorno adicional, la cual será calculada por el Fiduciario.

A efectos de determinar el monto del Performance Fee, se calculará la Tasa Interna de Retorno del Proyecto en el último año de operación del Fideicomiso, considerando los flujos de fondos libres obtenidos por los inversores durante el período y el valor del patrimonio del fideicomiso, previo a su liquidación. La inversión inicial (US$ 70.000.000) se actualizará en ese año, utilizando la tasa de descuento del 8%. A la diferencia resultante entre la inversión inicial actualizada a la TIR y la inversión actualizada al 8%, se le aplicará el porcentaje del 12%, obteniéndose de esta forma, el Performance Fee a pagar al Administrador en el último año.

A dichas retribuciones debe agregársele el correspondiente Impuesto al Valor Agregado.

Dichas retribuciones serán de cargo del patrimonio del Fideicomiso.

El pago de la retribución fija se hará efectivo dentro de los diez Días Hábiles del mes siguiente al que corresponda, contra la presentación de la factura del Administrador. Y en caso de corresponder el pago por desempeño, se hará cuando se liquiden los activos.

Los impuestos presentes o futuros que graven dichos pagos al Administrador por la administración del Fideicomiso, excluido el Impuesto a la Renta del Administrador, serán con cargo a los Activos del Fideicomiso.

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

7. VIGENCIA Y VALIDEZ DEL CONTRATO DE ADMINISTRACION

En todo lo no modificado por el presente documento, permanecerán vigentes y válidos todos los términos y condiciones del Contrato de Administración de fecha 14 de agosto de 2014.

El presente contrato se suscribe en dos ejemplares del mismo tenor en la fecha indicada.

El Fiduciario

Nombre:

Cargo:

El Administrador del Fideicomiso

Nombre:

Cargo:

191191

PAPEL NOTARIAL DE ACTUACIÓN

Ex Nº 315742

ESC. DIEGO ALBERTO DURAN HAEDO - 14641/6

099691 45

099691 35

044292 10

026990 20

ARANCEL OFICIAL
Artículo 8
Honorarios $ ...511.....
Mont. Notarial $ ...79.....
Fdo. Gremial $ .....-

TESTIMONIO. Las tres fojas de fotocopia que anteceden CONCUERDAN BIEN Y FIELMENTE con el original de su mismo tenor que tengo de manifiesto. EN FE DE ELLO; a solicitud de parte interesada y para su presentación ante quien corresponda, expido el presente en cuatro fojas de Papel Notarial de Actuación de la Serie Ex Números 315739 al 315742, y lo sello, signo y firmo en Montevideo el nueve de octubre de dos mil catorce.-

DIEGO DURAN HAEDO
ESCRIBANO PÚBLICO

ANEXO 4

CONTRATO DE ENTIDAD REPRESENTANTE

CONTRATO DE ENTIDAD REPRESENTANTE

En la ciudad de Montevideo, el día 14 de agosto de 2014, entre, por una parte, **EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.**, en su calidad de fiduciario del "Fideicomiso Financiero Bosques del Uruguay 2" (en adelante, el "Fideicomiso"), representada en este acto por Diego Rodriguez, con domicilio en Juncal 1392 de esta ciudad (en adelante el "Emisor" o "EF AFISA") y, por otra parte, **Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A.**, representada en este acto por Eduardo Barbieri, con domicilio en Misiones 1537, piso 7 de esta ciudad (en adelante, la "Entidad Representante" o "BEVSA"); convienen en celebrar el presente Contrato de Entidad Representante (el "Contrato"), conforme a los siguientes términos y condiciones.

1. ANTECEDENTES

1.1. Con fecha 14 de agosto de 2014, se celebró un contrato de fideicomiso financiero denominado "Fideicomiso Financiero Bosques del Uruguay 2" entre EF AFISA en su calidad de Fiduciario, Agroempresa Forestal S.A. como Administrador y los Suscriptores Iniciales de los Valores como Fideicomitentes (en adelante el "Contrato de Fideicomiso").

1.2. De conformidad con lo establecido en el Contrato de Fideicomiso, el Fiduciario (actuando en su calidad de fiduciario bajo el Contrato de Fideicomiso) emitirá certificados de participación sobre los resultados y el remanente del Fideicomiso (en adelante, los "Certificados de Participación"), por un monto de hasta US$ 70.000.000 (en adelante, la "Emisión"), al amparo de lo dispuesto por la ley Nº 18.627.

1.3. En función de los antecedentes reseñados, es intención del Emisor contratar a BEVSA para que oficie de entidad representante de los Certificados de Participación, de acuerdo a los siguientes términos y condiciones.

2. OBJETO

2.1 El Emisor designa en este acto a BEVSA como Entidad Representante de la emisión de los Valores al amparo de lo dispuesto en la Ley Nº 18.627 (la "Ley de Mercado de Valores") y arts. 456, 457 y 464 de la Ley Nº 16.060, Decreto Reglamentario Nº 322/011, y Recopilación de Normas de Mercado de Valores del BCU y la Entidad Representante acepta dicha designación, sujeto a las condiciones previstas en el presente Contrato y asume la representación de los titulares de los Valores registrados ante el Fiduciario o la entidad registrante que eventualmente lo sustituya (en adelante, los "Titulares"), en los términos explicitados en el presente Contrato.

2.2 El Documento de Emisión de los Certificados de Participación regula los términos y condiciones de los Valores, así como otras obligaciones contraídas por el Emisor, adicionales e independientes de las resultantes de este Contrato.

3. OBLIGACIONES DEL FIDUCIARIO

El Fiduciario en su calidad de fiduciario del Fideicomiso: (a) garantiza a la Entidad Representante y, a través de él, a los Titulares, la veracidad de los datos contenidos en el prospecto de emisión y la razonabilidad de las proyecciones allí contenidas; (b) indemnizará y mantendrá indemne a la Entidad Representante por cualquier perjuicio que pudiera irrogársele en el cumplimiento de este Contrato; (c) le suministrará a la

Entidad Representante toda la información económica – financiera y del estado de los negocios del Fideicomiso y/o del Fiduciario que razonablemente le requiera para el debido cumplimiento del encargo; d) entregará a la Entidad Representante toda aquella información periódica y permanente y los hechos relevantes que esté obligado a divulgar al BCU y a la bolsa en donde coticen los Valores, con el contenido, en la forma y en la oportunidad que dispongan la Ley de Mercado de Valores, así como demás normas reglamentarias y complementarias vigentes o que se dicten en el futuro y la normativa interna de las bolsas de valores en donde coticen los Valores; (e) soportará, y en su caso reintegrará a BEVSA, todos los gastos que efectúe la Entidad Representante para la suscripción y el cumplimiento del presente Contrato en la protección de los derechos e intereses de los Titulares (incluyendo en todos los casos, los honorarios profesionales de su asesores legales); (f) abonará a la Entidad Representante la remuneración pactada; (g) se entregará copia a la Entidad Representante de la información sobre el importe total recibido por la emisión de los Valores, los descuentos efectuados por los montos adeudados a la Entidad Representante u otros agentes de la emisión, según lo establecido en los respectivos contratos, así como de los Valores no colocados.

4. ENTREGA DE DOCUMENTACIÓN A LOS TITULARES

La Entidad Representante podrá entregar a los posibles Titulares copia del prospecto de emisión y de este Contrato y toda otra documentación en poder de la Entidad Representante requerida por normas del BCU y los reglamentos de las bolsas de valores donde coticen los Valores.

5. OBLIGACIONES DE LA ENTIDAD REPRESENTANTE

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

6. REPRESENTACIÓN Y DEFENSA DE LOS DERECHOS DE LOS TITULARES

La Entidad Representante podrá realizar, en nombre y representación de los Titulares, los siguientes actos: (a) solicitar información relativa al Fiduciario y/o al Fideicomiso, así como toda información que corresponda bajo las normas vigentes o que se dicten en el futuro, o se deriven de la reglamentación de las bolsas en las cuales los Valores coticen; (b) realizar aquellos actos que sean necesarios para conservar los derechos de los Titulares, inclusive las gestiones judiciales que se requieran para no perjudicar los mismos, sin perjuicio de lo que la Asamblea de Titulares, o las mayorías de Titulares que correspondan en cada caso, puedan oportunamente resolver; (c) citar a la asamblea de Titulares, en los casos que lo considere oportuno o conveniente para la defensa de los intereses de éstos o, cuando de acuerdo al presente Contrato corresponda; (d) ejecutar, en nombre de los Titulares, los actos jurídicos que disponga la Asamblea de Titulares o las mayorías de Titulares que correspondan, sin perjuicio de la facultad de la Entidad Representante de negarse a cumplir dicha resolución, de conformidad con lo establecido en la cláusula 9.5, literal (a) del presente Contrato; (e) solicitar cualquier tipo de información a la Entidad Registrante (según este término se define en el Fideicomiso) relacionada con la presente emisión; (f) informar a la Superintendencia de Servicios Financieros, al Fiduciario, y a los Titulares, a la mayor brevedad posible, sobre cualquier situación o evento que pudiera significar un conflicto

de interés en sus actuaciones frente a los Titulares; g) Informar a los Titulares, a la mayor brevedad posible y por medios idóneos (entre los que se incluyen entre otros, el envío de información por correo electrónico denunciado por los Titulares), sobre cualquier incumplimiento por parte del Fideicomiso o del propio Fiduciario

7. EXONERACIÓN DE RESPONSABILIDAD

7.1 Desde ya los Titulares y el Fiduciario exoneran de responsabilidad a la Entidad Representante por los resultados de su gestión, así como por la realización de cualquier medida tendiente a proteger los derechos de los Titulares, salvo los casos de dolo o culpa grave (art. 464, ley Nº 16.060).

7.2 La Entidad Representante podrá consultar con sus asesores cualquier medida a tomar al amparo de este Contrato, y el informe de tales asesores será suficiente respaldo de la decisión que pueda tomar la Entidad Representante a los efectos de dejar a salvo su responsabilidad, salvo dolo o culpa grave.

7.3 La Entidad Representante no es responsable por el contenido y alcance del Fideicomiso, de los Valores, ni de sus garantías, ni de los créditos cedidos al Fideicomiso. La Entidad Representante no estará obligada a cumplir ninguna instrucción, orden o resolución de los Titulares, conforme a lo dispuesto en este Contrato si no se le adelantan los fondos o se le proporcionan las garantías suficientes para cubrir todos los gastos, tributos y responsabilidades que deba asumir, pudiendo en todo caso deducirlos de los pagos que efectúe el Emisor y sin perjuicio de la obligación de éste de cubrirlos en su totalidad.

7.4 La Entidad Representante actuando a nombre propio y en representación de los Titulares y sin requerir permiso ni autorización de los Titulares podrá en cualquier momento acordar y otorgar con el Emisor las modificaciones al presente Contrato de Entidad Representante que estime pertinente, con alguno o algunos de los siguientes propósitos: (a) agregar obligaciones o restricciones o declaraciones del Emisor que sirvan de protección adicional a los Titulares; (b) aclarar cualquier ambigüedad o disposición dudosa contenida en este Contrato, sus modificaciones o en los Valores; (c) modificar cualquier disposición del presente Contrato de carácter formal o técnico que, a su juicio, no resulte perjudicial para los intereses de los Titulares o para corregir un error manifiesto. Toda modificación deberá ser inmediatamente comunicada a las bolsas de valores en las cuales los Valores coticen, al BCU de acuerdo a la normativa correspondiente y a los Titulares (a opción de la Entidad Representante, en el domicilio declarado por cada Titular ante EF AFISA como entidad registrante, o mediante publicación en dos diarios de amplia circulación en la capital, por tres días consecutivos indicando que existe documentación a su disposición). La publicación no indicará ni el contenido ni alcance de las modificaciones.

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

8. RESCISIÓN UNILATERAL. RENUNCIA DE LA ENTIDAD REPRESENTANTE. DESIGNACIÓN DE NUEVA ENTIDAD REPRESENTANTE

8.1 La Entidad Representante podrá renunciar como entidad representante y rescindir el presente Contrato por su sola voluntad, sin necesidad de expresión de causa alguna y sin responsabilidad alguna de su parte, en cualquier momento,

debiendo comunicar tal decisión a los Titulares (a opción de la Entidad Representante, en sus domicilios registrados con el Fiduciario como entidad registrante o mediante publicación en dos diarios de amplia circulación en la capital, por tres días consecutivos) y al Emisor, con al menos 60 (sesenta) días corridos de anticipación. La rescisión no dará derecho al Emisor para reclamar la devolución de suma alguna que hubiere abonado a la Entidad Representante como retribución por sus servicios prestados de acuerdo a lo pactado en este contrato.

8.2 Comunicada la renuncia de la Entidad Representante, éste convocará una asamblea de Titulares que deberá designar, por el voto conforme de uno o más Titulares, cuyos Valores representen en conjunto un valor nominal superior al 75% (setenta y cinco por ciento) del total de Valores emitidos a la fecha de que se trate, a la nueva entidad representante, la que deberá aceptar dentro de los 15 (quince) días siguientes a la resolución de la asamblea o de la mayoría requerida de Titulares. En ningún caso la nueva entidad representante podrá ser accionista, vinculada, controlante o controlada del Emisor (según la definición de los artículos 48 y 49 de la Ley Nº 16.060). En caso que no se alcancen las mayorías establecidas anteriormente en la Asamblea, el Emisor procederá a la designación del sustituto suscribiendo el contrato correspondiente.

8.3 La Entidad Representante no estará obligada a explicitar los motivos de su renuncia ni será responsable de la misma bajo ningún concepto, salvo dolo o culpa grave. Tampoco será responsable por la no aceptación de la calidad de entidad representante por parte de un tercero, pero deberá continuar ejerciendo dicha función hasta que se designe a una entidad representante sustituta o hasta el vencimiento del plazo de preaviso dispuesto en la cláusula 8.1 anterior, lo que ocurra primero.

8.4 En caso que Titulares que representen por lo menos el 20% (veinte por ciento) del valor nominal de los Valores emitidos, soliciten a la Entidad Representante la convocatoria de una asamblea de Titulares para remover a la Entidad Representante y designar un sustituto, la Entidad Representante deberá convocarla. Para su remoción y la designación de una nueva entidad representante se requerirá el voto conforme de uno o más Titulares, cuyos Valores representen en conjunto un valor nominal superior al 75% (setenta y cinco por ciento) del total de Valores emitidos a la fecha de que se trate, siendo de aplicación lo establecido en la cláusula 8.2 del presente.

9. ACTUACIÓN DE TITULARES. ASAMBLEAS Y RESOLUCIONES DE TITULARES. COMPETENCIA

9.1 Forma de actuación de los Titulares. (a) Actuación en Asamblea: Cualquier solicitud, requerimiento, autorización, instrucción, noticia, consentimiento, decisión y otra acción establecida en este Contrato de Fideicomiso o en Contrato de Entidad Representante o en los Valores como correspondiendo a los Titulares o a determinadas mayorías de Titulares será adoptada en Asamblea de Titulares. (b) Prueba de la decisión adoptada por los Titulares: La suscripción de cualquier instrumento por parte de un Titular o de su apoderado se podrá probar por cualquier medio satisfactorio para la Entidad Representante y el Fiduciario.

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

el lugar que la Entidad Representante determine y, en cuanto a su constitución y funcionamiento para adoptar resoluciones, se aplicarán las disposiciones sobre asambleas de accionistas establecidas en la Ley Nº 16.060 (arts. 345, 346, 347), en todo lo que no se oponga a lo dispuesto en este Contrato o en el Documento de Emisión o en el Prospecto. (c) Día de cierre de registro: La Entidad Representante podrá establecer un día de cierre de registro de los Titulares, a fin de determinar la identidad de los mismos. (d) Formalidades de la convocatoria: La Entidad Representante podrá apartarse de los requisitos formales de convocatoria antes señalados, cuando se reúnan los Titulares que representen la totalidad de los Valores emitidos y en circulación.

9.3 Desarrollo de las Asambleas. (a) Asistencia: Las únicas personas que estarán facultadas para asistir a las Asambleas de Titulares serán los Titulares registrados con derecho a voto, los representantes del Fiduciario, el Administrador, la Entidad Registrante, las Bolsas de Valores en las que los Valores coticen, el BCU y los asesores o terceros que la Entidad Representante razonablemente y a su exclusivo criterio acepte que asistan. (b) Presidencia de la Asamblea: Las asambleas serán presididas por la Entidad Representante o por un Titular o por cualquier tercero que la Entidad Representante designe. (c) Procedimiento para el desarrollo de la Asamblea: La Entidad Representante tendrá plenas y amplias facultades para resolver en forma inapelable cualquier duda o controversia que se plantee respecto al procedimiento para llevar a cabo la asamblea, pudiendo reglamentar su funcionamiento en cualquier momento, incluso durante el desarrollo de la asamblea, y sin que tal reglamentación, decisión o interpretación sea un precedente para otras situaciones en la misma asamblea ni para asambleas futuras, conservando la Entidad Representante en todos los casos las más amplias facultades de decisión inapelables. La Entidad Representante podrá disponer, entre otros aspectos, que una votación sea secreta. (d) Quórum de asistencia: El quórum de asistencia requerido para que la asamblea sesione válidamente será de Titulares que representen un porcentaje del valor nominal del los Valores, que sea igual o mayor al porcentaje que corresponda a las mayorías que se requieran para adoptar las decisiones que se proponen. A fin de determinar el quórum para sesionar y las mayorías correspondientes para resolver, no se tendrán en cuenta ni tendrán derecho a voto en las Asambleas de Titulares, aquellos Titulares que tengan vinculación directa o indirecta con el Fiduciario. Tampoco se tendrán en cuenta para determinar el quórum ni para la adopción de resolución, los Certificados de Participación que sean propiedad del Administrador y de sus Personas Vinculadas –en forma directa o indirecta-, en aquellas Asambleas de Titulares en las que se resuelva determinar la existencia de incumplimientos del Administrador, iniciar acciones legales contra el mismo o su remoción. (e) Mayoría Absoluta de Titulares: Toda resolución de Titulares se adoptará por el voto conforme de al menos dos Titulares cuyos Valores representen en conjunto un valor nominal superior al 50% (cincuenta por ciento) del valor nominal de los Valores emitidos, deducidos los Valores propiedad de los accionistas del Fiduciario, empresas o personas vinculadas, controlantes o controladas según lo definen los artículos 48 y 49 de la Ley 16.060, salvo que este Contrato, el Contrato de Entidad Representante, el Documento de Emisión o la legislación vigente requieran una mayoría superior. Se deja expresa constancia que los accionistas del Fiduciario, empresas vinculadas, controlantes o controladas pueden tener participación en las Asambleas por los Valores que sean sus titulares pero sus decisiones no serán computadas a los efectos del voto. (f) Derecho a voto: Tendrán derecho a voto aquellos Titulares presentes en la Asamblea que estén debidamente registrados como titulares de Valores según el registro llevado por la Entidad Registrante. Cada Valor dará derecho a un voto. A fin de determinar los quórum para sesionar y las mayorías correspondientes para resolver, no se tendrán en cuenta ni tendrán derecho a voto aquellas Valores que hubieran sido adquiridas por sus accionistas del Fiduciario, empresas o personas vinculadas, controlantes o controladas según lo definen los

artículos 48 y 49 de la Ley 16.060. La Entidad Representante podrá exigirle al Fiduciario que declare por escrito y bajo su responsabilidad si ha adquirido, directa o indirectamente, Valores o si está en conocimiento de que lo hayan hecho sus accionistas, vinculadas, controlantes o controladas (según lo definen los artículos 48 y 49 de la ley 16.060) y que indique su monto. Tampoco se tendrán en cuenta para determinar el quórum ni para la adopción de resolución, los Certificados de Participación que sean propiedad del Administrador y de sus Personas Vinculadas –en forma directa o indirecta-, en aquellas Asambleas de Titulares en las que se resuelva determinar la existencia de incumplimientos del Administrador, iniciar acciones legales contra el mismo o su remoción. (g) Obligatoriedad de las resoluciones de las Asambleas: Toda decisión adoptada en una Asamblea regularmente celebrada por el voto de Titulares que representen el porcentaje requerido para dicha decisión, será obligatoria para todos los Titulares, aún para los ausentes o disidentes.

9.4 Competencia de las Asambleas. (a) Competencia. La Asamblea tendrá competencia para adoptar resolución sobre cualquier asunto contenido en el orden del día. La Asamblea de Titulares, por el voto conforme de uno o más Titulares, cuyos Valores representen en conjunto un valor nominal superior al 75% (setenta y cinco por ciento) del total de Valores emitidos, podrá resolver: (a) Modificar las condiciones de emisión de los Valores. (b) Consagrar la forma de enajenación de los bienes del patrimonio fiduciario. (c) Designar a la persona que tendrá a su cargo la enajenación del patrimonio como unidad de los bienes que la conforman. (d) La extinción del Fideicomiso en caso de insuficiencia patrimonial del Fideicomiso. (e) Aprobar la venta anticipada, de parte o el total de los Activos, a partir del quinto año, a propuesta del Administrador, o a propuesta de la Mayoría Especial de Titulares, en éste último caso siempre que dicha venta implique que la Tasa de Retorno (TIR) del proyecto sea superior al 9.5%. (f) Aprobar cambios al Plan de Negocios. (g) Aprobar la prórroga de la venta de los Activos al final del proyecto forestal descripto en el Plan de Negocios, por hasta un plazo de 3 años. También podrá aprobar la prórroga por más de 3 años pero siempre que se cuente con el consentimiento del Administrador. (h) La sustitución de la Entidad Representante.

9.5 Procedimiento de Ejecución: (a) Acciones por la Entidad Representante. Los Titulares por mayoría absoluta de Titulares tendrán derecho de establecer el tiempo, método y lugar para iniciar cualquier procedimiento judicial o extrajudicial contra el Emisor en su calidad de Fiduciario del Fideicomiso, a través de la Entidad Representante, pudiendo la Entidad Representante negarse a cumplir cualquier directiva si con el debido asesoramiento determinara que la acción o procedimiento instruido no es acorde a Derecho o si la Entidad Representante de buena fe y por resolución de sus órganos competentes o apoderados suficientes determina que la acción o procedimiento podría hacer incurrir en responsabilidad a la Entidad Representante o a los Titulares que no participen (no estando la Entidad Representante obligada a determinar si dichas acciones perjudican o no a dichos Titulares). (b) Iniciativa de la Entidad Representante: La instrucción a que se refiere el punto que antecede, es sin perjuicio de la facultad de la Entidad Representante de iniciar cualquier acción judicial o extrajudicial contra el Emisor que a su solo juicio sea conveniente para el conjunto de Titulares y que no sea inconsistente con la directiva de la mayoría de los Titulares. (c) Acciones individuales de ejecución: Los Titulares tendrán derecho a iniciar acciones individuales de ejecución contra el Emisor en su calidad de Fiduciario del Fideicomiso para el cobro de las sumas adeudadas bajo los Valores, de conformidad a lo dispuesto en el Documento de Emisión, sin perjuicio de lo señalado en el punto (d) siguiente. (d) Distribución a prorrata: En todos los casos de ejecución individual, conjunta o colectiva a través de la Entidad Representante, de las sumas adeudadas, el producido de la ejecución se distribuirá entre todos los Titulares a prorrata de la participación de cada uno de ellos en el monto total de la Emisión. En

caso que en cumplimiento de esta cláusula un Titular entregare a la Entidad Representante (para su distribución entre los restantes Titulares) importes cobrados bajo sus Valores, simultáneamente se entenderá que cada Titular (excepto el Titular que hubiera efectuado el pago) ha cedido sin recurso al Titular que hubiera efectuado el pago antes referido tantos Valores como corresponda a su cuota parte de distribución en la suma abonada, debiendo la Entidad Representante implementar el mecanismo de prorrateo y redondeo razonablemente para llevar adelante dicha distribución.

9.6 Las mayorías establecidas en el presente Contrato refieren a la totalidad de los Valores en circulación tomados en conjunto, salvo en lo que refiere a la modificación de las condiciones de emisión que se tendrán en cuenta los Valores.

10. RETRIBUCIÓN DE LA ENTIDAD REPRESENTANTE

La Entidad Representante recibirá por los servicios que prestará en virtud de tal calidad y conforme a lo establecido en el presente Contrato, una comisión anual de US$ 12.000 (dólares americanos doce mil) más IVA. Dicha suma será pagada por el Emisor de forma adelantada dentro de los 10 (diez) primeros días de cada período anual. La remuneración constituirá un "Gasto del Fideicomiso" bajo el Fideicomiso y será descontada y abonada a la Entidad Representante, en los términos de dicho Contrato de Fideicomiso.

11. GASTOS Y TRIBUTOS

11.1 Serán de cargo del Emisor, en su calidad de fiduciario del Fideicomiso, todos los gastos que se generen por la celebración y cumplimiento del presente Contrato (incluyendo los honorarios profesionales de sus asesores legales), así como los tributos presentes o futuros que graven el mismo o su ejecución, los cuales el Emisor se obliga a pagar, en su calidad de Fiduciario del Fideicomiso, a solo requerimiento de la Entidad Representante, aceptando como líquida y exigible la liquidación que a tales efectos se le formule, y que se considerarán "Gastos" del Fideicomiso.

11.2 El Emisor en su calidad de Fiduciario del Fideicomiso, garantiza y se obliga ante la Entidad Representante a reembolsarlo y mantenerlo indemne por todo gasto, costo, honorarios profesionales, tributo o indemnización que sean de cargo del Fideicomiso (incluidos dentro de los "Gastos" del Fideicomiso) y que deba incurrir en cumplimiento de lo pactado, o para las gestiones extrajudiciales o la ejecución judicial de las obligaciones del Emisor bajo este Contrato, el Fideicomiso o los Valores, y que se considerarán "Gastos" del Fideicomiso.

12. CONDICIÓN SUSPENSIVA

Todas las obligaciones de la Entidad Representante emergentes del presente Contrato, están sujetas a la condición suspensiva de la efectiva emisión de los Valores.

13. LEY APLICABLE

Este Contrato se regirá en su totalidad y exclusivamente por las leyes de la República Oriental del Uruguay.

14. MORA AUTOMÁTICA, NOTIFICACIONES, DOMICILIOS ESPECIALES

14.1 La mora en el cumplimiento de las obligaciones establecidas en el presente contrato se producirá de pleno derecho sin necesidad de interpelación judicial o extrajudicial de clase alguna.

14.2 Las partes acuerdan otorgar validez a todas las comunicaciones que se realicen por medio de telegrama colacionado u otro medio auténtico a los domicilios indicados en la comparecencia, los que se tendrán por especiales a todos los efectos del presente contrato.

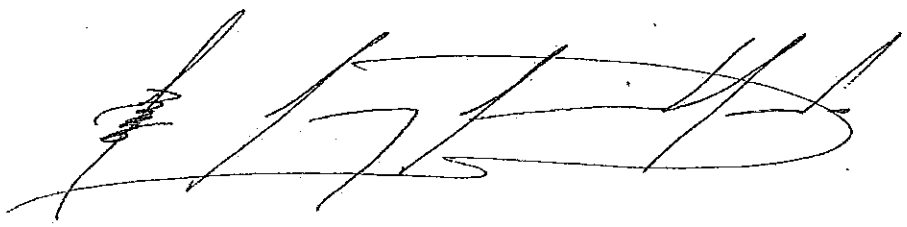
15. OTORGAMIENTO

El presente Contrato se firma en 3 (tres) ejemplares de igual tenor, en el lugar y fecha indicado en la comparecencia.

p. EF Asset Management AFISA

p. Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A.

TESTIMONIO. Las ocho fojas de fotocopia que anteceden **CONCUERDAN BIEN Y FIELMENTE** con el original de su mismo tenor que tengo de manifiesto. **EN FE DE ELLO**; a solicitud de parte interesada y para su presentación ante quien corresponda, expido el presente en ocho fojas de Papel Notarial de Actuación de la Serie Ex números 315668 al 315675, y lo sello, signo y firmo en Montevideo el quince de agosto de dos mil catorce.-



DIEGO DURAN HAEDO
ESCRIBANO PÚBLICO

PAPEL NOTARIAL OFICIAL
Hojas 8
Timbres $ 803
Papel Notarial $ 124
Fdo. Gremial $ .....

ANEXO 5

INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO

CARE

CALIFICADORA DE RIESGO

CALIFICACIÓN DE RIESGO DE CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN EN EL DOMINIO FIDUCIARIO DEL "FIDEICOMISO FINANCIERO FORESTAL BOSQUES DEL URUGUAY II"

SUMARIO

página

SECCIÓN I.INTRODUCCIÓN	5
SECCIÓN II.EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACION	9
SECCIÓN III.LA ADMINISTRACIÓN, EL FIDUCIARIO Y EL OPERADOR	11
SECCIÓN IV.EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS	16
SECCIÓN V.EL ENTORNO	23
SECCION VI.CALIFICACION DE RIESO	24

ANEXO I	INFORME DE CONTIGENCIAS JURIDICAS
ANEXO II	INFORME SOBRE EL MERCADO DE LA MADERA
ANEXO III	INFORME SOBRE EL MERCADO DE LA TIERRA

SUMARIO

Calificación Emisión de Oferta Pública
18-11-2014

Denominación: Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay II

Fiduciario: EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión.

Operador (Administrador) y Organizador: Agroempresa Forestal S.A.

Agente de Registro y Pago: EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión

Entidad Representante: Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A.

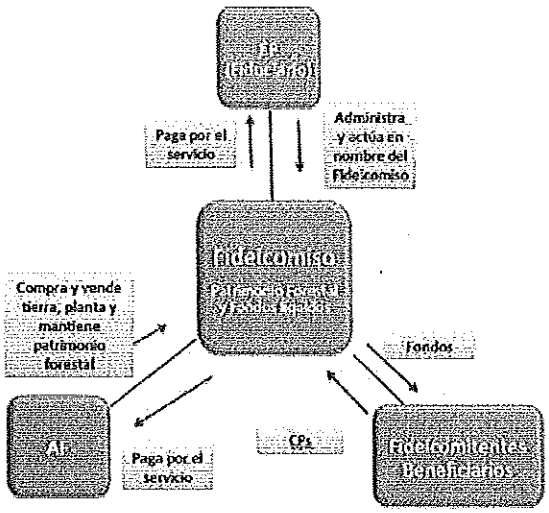
Títulos a emitir: Certificados de participación

Moneda: Dólares americanos

Importe de la emisión:
Hasta US$ 70.000.000
Distribuciones: Según resultados acumulados de acuerdo a procedimiento establecido

Activos del Fideicomiso: Proyecto de compra y explotación de un patrimonio forestal. Calificadora de Riesgo: CARE Calificadora de Riesgo

Calificación de Riesgo: BBB (uy)[1]



CARE ha calificado los certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero Bosques del Uruguay II con la calificación BBB (uy) de grado inversor.

A modo de resumen, los aspectos salientes de la calificación son:

- Una construcción financiera que desde el punto de vista jurídico ofrece las garantías necesarias tal como se aprecia en el informe jurídico adjunto. (Anexo I).
- Un negocio que desde el punto de vista económico financiero para el inversor soporta los stresses ajenos al negocio a los que razonablemente la emisora y la calificadora han sometido el proyecto. A su vez, los informes sectoriales son coincidentes con las perspectivas generales del negocio planteado.
- Un proyecto que desde el punto de vista físico y económico supera en el mismo sentido que en el punto anterior, diversas pruebas; y que al mismo tiempo se destaca por el nivel de cobertura de múltiples variables consideradas.
- Un proyecto que en sus líneas fundamentales repite otro con el mismo negocio y actores intervinientes, en el que se viene cumpliendo a satisfacción el plan de negocios establecido.
- De modo especial se ha evaluado la capacidad de gestión de la empresa operadora del proyecto, Aeroempresa Forestal S.A., incluyendo visitas a los predios administrados por esta que resulta crucial para el mismo, así como la posibilidad de ser sustituida de ser necesario. Esta evaluación pondera de modo significativo en la calificación realizada. La empresa demuestra capacidad de llevar adelante el proyecto, posee una sólida reputación nacional e internacional en este sentido, con clientes de primera línea, y se somete a diversos controles de gestión.
- Reafirmando lo anterior, Agroempresa Forestal S.A. viene operando a satisfacción el Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay, con la totalidad de las hectáreas compradas y casi completamente forestadas.
- Al tratarse de un proyecto a largo plazo para la maduración de las inversiones, y al depender esta maduración crucialmente de operaciones realizadas al comienzo del mismo, se incluye en el Contrato de Fideicomiso (cláusula 10), una evaluación anual de estándares mínimos de desempeño por parte del Administrador sobre la ejecución temporal de los contratos para la tenencia de la tierra, para la plantación, el prendimiento y el IMA (incremento medio anual).

[1] *La calificación otorgada puede estar sujeta a modificación en cualquier momento según se deriva de la metodología de trabajo de CARE*

SECCIÓN I. INTRODUCCIÓN

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para calificar los certificados de participación en el dominio fiduciario del fideicomiso financiero nominado "Fideicomiso Financiero ForestalBosques del Uruguay II".

La calificación de riesgo supone la expresión de un punto de vista especializado por parte de una empresa autorizada a ese propósito por el Banco Central del Uruguay (BCU), que realiza la supervisión y control del sistema financiero, así como de las calificadoras de riesgo. La nota obtenida no representa una recomendación o una garantía de CARE para futuros inversores, y por tanto la calificación debe considerarse a los efectos de cualquier decisión como un punto de vista a considerar entre otros. CARE no audita ni verifica la exactitud de la información presentada, la que sin embargo procede de fuentes confiables a su juicio.

El marco conceptual de esta calificación supone un ejercicio prospectivo por el cual se confiere una nota que califica el desempeño esperado del fideicomiso, su capacidad de generar en el tiempo utilidades, conforme al proyecto de ejecución del negocio forestal que su administración está mandatada a realizar. Admitido el rango de T.I.R.s derivado de múltiples simulaciones como razonable para el proyecto en esta primera calificación, las futuras no se vincularán estrictamente con la obtención de estas cifras. En efecto, no se trata en este caso de una emisión con compromiso de rentabilidad fijo. Por tanto la nota no dependerá estrictamente del alcance de las Tasas Internas de Retorno calculadas en el proyecto ni de los costos de oportunidad del capital de los inversores porque es diferente en cada caso. En definitiva, la nota seguirá entre otros criterios el cumplimiento del proyectoy el alcance de una rentabilidad mínima que se juzgue aceptable en ocasión de cada recalificación.

CARE Calificadora de Riesgo es una calificadora con registros y manuales aprobados por el Banco Central del Uruguay a partir de abril de 1998. Califica conforme a su metodología oportunamente aprobada por dicha autoridad, seleccionando los profesionales necesarios para integrar en cada caso el comité de calificación, el que juzga en función de sus manuales. Estos, su código de ética, registros y antecedentes se encuentran disponibles en el sitio web: www.care.com.uy así como en el del regulador: www.bcu.gub.uy. El comité de calificación estuvo integrado en este caso por el Cr. Martín Duran, el Ec. MayidSáderNeffa y por el Ing. Julio Preve. Asimismo CARE contrató los servicios del Dr. Leandro Rama, cuyo informe se adjunta (ver Anexo I). Del mismo modo contrata regularmente los servicios de un profesional independiente, la Ing. Agr. Martha Tamosiunas para evaluar en varios campos elegidos al azar, la gestión de administración de Agroempresa Forestal S.A. Dichos informes se encuentran en poder de CARE calificadora de riesgo.

Por disposición del BCU y de la Entidad Representante (BEVSA) la calificación debe actualizarse dos veces por año en los meses de abril y noviembre [2] . No obstante la misma puede variar ante la aparición de hechos relevantes. En los primeros años del proyecto se considerarán hechos relevantes la evolución semestral de la compra de tierras así como la concreción de las plantaciones previstas en el Prospecto. El fiduciario se compromete a proveer esta información. Todo lo demás constante, el cumplimiento de metas de compra de tierra, aprovechamiento del suelo y crecimiento esperado de los árboles, debería ir incrementando la nota.

Antecedentes

Como antecedente más relevante de la emisión que se califica hay que mencionar al Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay, que emitió certificados de participación en agosto de 2011 por un monto de 50 millones de dólares. Este fideicomiso, con idéntica administración que la que se propone, viene cumpliendo a entera satisfacción con el plan de negocios original, análogo al que se presenta en esta oportunidad, consistente básicamente en la adquisición y posterior forestación de tierras adecuadas a tal fin. El cumplimiento del plan se verifica no solo en los informes del administrador sino especial-

[2] *Art. 59.8 del Manual de Registro de Emisores y Valores de BEVSA.*

mente por las visitas semestrales realizadas por la calificadora.

Del prospecto se toma un resumen de las características del negocio que deriva de la emisión de Certificados de Participación escriturales que tendrán un valor nominal cada uno de ellos de U$S 700.000 (dólares estadounidenses setecientos mil), un valor nominal total mínimo de U$S 40.000.000 (dólares estadounidenses cuarenta millones) y máximo de U$S 70.000.000 (dólares estadounidenses setenta millones).

El objeto principal del "Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay II" será: (a) la emisión de los Certificados de Participación y su suscripción por parte de los Beneficiarios según términos y condiciones que surgen del Contrato de Fideicomiso y del Documento de Emisión y (b) invertirá en la compra y/o arrendamiento de inmuebles rurales situados dentro del territorio de la República Oriental del Uruguay, los cuales serán destinados al desarrollo de la actividad forestal. La adquisición de inmuebles rurales se podrá realizar también mediante la celebración de promesas de enajenación de inmuebles a plazo.

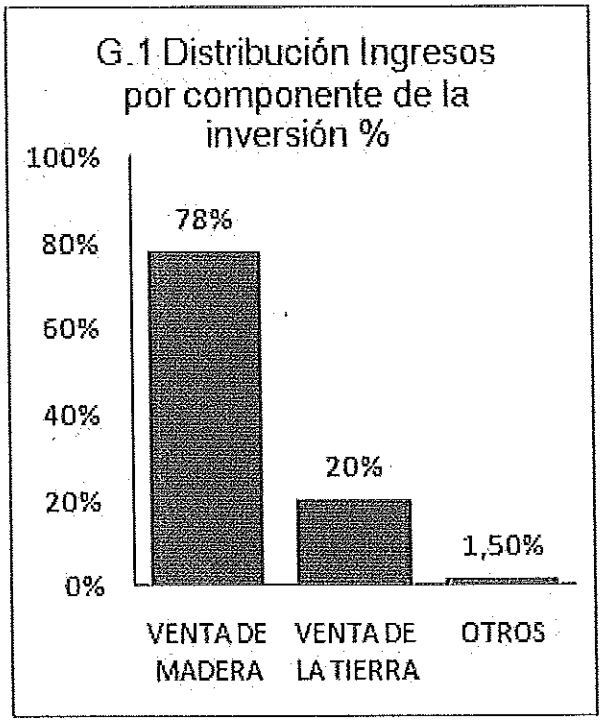
Se trata de una estructura financiera de inversión a largo plazo respaldada por dos activos tangibles que aumentan de valor en el tiempo (el monte y los campos), desarrollada mediante un plan de explotación llevado a cabo por el operador.

El Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay II tiene como objetivo proveer a los inversores retornos a largo plazo logrados esencialmente a través del producto de las ventas de la madera y la valorización del activo tierra, y a la vez, aunque en menor medida, del producto de la venta de bonos de carbono y de pastoreo de las tierras no forestadas, siguiendo protocolos de inversión y administración, con adecuados estándares productivos, ambientales y sociales.

El plazo del Fideicomiso es de 30 años o hasta el momento en que se cancelen en forma total los Certificados de Participación emitidos por el Fiduciario, y se cancelen las demás obligaciones del Contrato.

Las principales características del proyecto son:

- Estructuración de una opción de inversión a largo plazo, respaldada por el retorno de operaciones que involucran el mercado de la madera y el mercado inmobiliario de tierras de uso agropecuario, sin perjuicio de otros ingresospor venta de bonos de carbono y pastoreo.



- Administración a cargo deAgroempresa Forestal S.A. (en adelante AF), una compañía con probada habilidad en la administración de patrimonios forestales. En este sentido, un aspecto positivo a destacar es que AF viene operando a satisfacción el Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay, con la totalidad de las hectáreas compradas y casi completamente forestadas.

- Adquisición y/o arrendamiento de aproximadamente de 14.000 hectáreas de tierras de prioridad forestal en un plazo de 3 años. De estas 14.000 hectáreas serán forestadas, aproximadamente 6.000 (62% de aprovechamiento

estimado) con Eucalyptusgrandis y Eucalyptus-Dunnii.

• Con respecto a los ingresos; se proyecta una cosecha total de 3.5 millones de m3: tres cuartas partes del volumen para la producción de pulpa, y el resto para aserrado. No obstante, más de la mitad del margen por ventas de madera proviene de la madera de alto valor. Respecto al ingreso por ventas total estimado, un 78% corresponde a venta de madera, 20,5% a la venta de la tierra al final del proyecto, y menos del 1,5 % a ingresos por venta de bonos de carbono y pastoreo.

• Una estimación de TIR para el inversor, según el prospecto de emisión, en un rango de entre 8,11% y 9,12%, según diversas opciones productivas, y sensibilizaciones realizadas.

• CARE, de forma de estresar aún más el análisis, supuso un escenario más adverso que el presentado en el prospecto de emisión. El resultado del mismo verificó un escenario de Tasas Internas de Retorno entre un 4,45% y un 7,98%; con un 95% de probabilidad de alcanzar una TIR mayor al 5,74%.

2. Información analizada y procedimientos operativos

La información analizada fue la siguiente:

• Prospecto de emisión
• Contrato de fideicomiso
• Contrato de operador
• Documento de emisión
• Estados Contables de Agroempresa Forestal.
• Estados Contables del Fiduciario al 31/12/2013 y balance parcial al 30/6/2014 con informe de revisión limitada, con sus correspondientes Anexos, Notas e Informes de Auditor independiente (Deloitte) sin observaciones.
• Informe jurídico (Anexo I)
• Informe Sectorial sobre el Mercado Forestal (Anexo II)
• Informe Sectorial sobre el Precio de la Tierra (Anexo III)
• Calificación del Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay realizada por CARE y sus sucesivas actualizaciones.

SECCIÓN II.EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

Se ofrecen en oferta pública certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay II, creado por contrato correspondiente de fideicomiso financiero. Este contrato, los certificados y los demás contratos citados se analizan en la presente sección.

1. Descripción general

Denominación: Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay II
Fiduciario: EF Asset Management Administradora de fondos de Inversión S.A.
Operador administrador: Agroempresa Forestal S.A.
Agente de Registro y Pago: EF Asset Management Administradora de fondos de Inversión S.A.
Entidad Representante: Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A.
Cotización bursátil: Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A.
Organizador: EF Asset Management Administradora de fondos de Inversión S.A.
Títulos a emitirse: Certificados de participación
Activos del Fideicomiso: El Fideicomiso invertirá en la creación de un patrimonio forestal. Esto incluye la compra y/o arrendamiento de inmuebles rurales y la plantación de los montes.
Moneda: Dólares
Importe de la Emisión: Hasta US$ 70.000.000
Distribuciones: Según resultados acumulados de acuerdo a procedimiento establecido
Calificadora de Riesgo: CARE calificadora de Riesgo
Calificación de Riesgo: BBB (uy)

2. El análisis jurídico

El análisis jurídico se agrega en el Anexo I (Informe de Contingencias Jurídicas). El mismo procura descartar cualquier eventualidad de conflictos derivados por ejemplo de la construcción jurídica, los contratos respectivos, el cumplimiento con normas vigentes, etc. Destaca en este informe respecto del oportunamente agregado a la calificación original del primer fideicomiso de BDU, el tratamiento de las responsabilidades de las partes a la luz de nueva legislación.

Del mismo se destaca lo siguiente:

Respecto de la construcción jurídica: ..."*se cumplen las disposiciones legales y reglamentarias disciplinadas para el fideicomiso financiero, tanto en cuanto a su constitución formal y aspectos relacionados con la capacidad de los contrayentes*"...
..."*no apreciamos circunstancias de relieve que pongan en riesgo el cumplimiento del pago puntual y total de los Certificados de Participación a ser emitidos*"

Respecto de las contingencias subjetivas: "...*En suma, de la compulsa de la documentación se concluye que las partes se encuentran autorizadas por el ordenamiento jurídico a participar en el negocio fiduciario proyectado y no se aprecian obstáculos para la validez y eficacia de las obligaciones que asumen*"

Respecto de las contingencias objetivas: "...*Entendemos que el contrato establece pautas precisas y al alcance de los Titulares para el debido contralor de la marcha regular del negocio de marras, según se desarrolla a continuación.*"

La conclusión del informe es: "***...En conclusión y contemplando todos los aspectos involucrados, el negocio fiduciario cuenta con un razonable grado de cobertura, no advirtiendo riesgos sustanciales asociados a contingencias jurídicas en el proceso de emisión***"

3. Riesgos considerados

Riesgo jurídico de estructura. Comprende el análisis de la eventualidad de incumplimientos en el pago a los beneficiarios, derivado de defectos en la estructura jurídica por no cumplir con alguna norma vigente, así como eventualmente por la aplicación de sentencias judiciales derivadas de demandas de eventuales perjudicados por la creación oportunamente descrita. Visto el informe antes mencionado, que reitera en lo esencial el del Fideicomiso anterior y

abundando en el análisis de responsabilidades, se concluye que el riesgo jurídico de estructura se considera prácticamente inexistente.

Riesgo por iliquidez. Los certificados se han diseñado para ser líquidos. Por este motivo, la liquidez puede considerarse adecuada dadas las características del mercado uruguayo. No obstante este proceso no es instantáneo, puede llevar un tiempo difícil de determinar y en algunos casos podría ocasionar una pérdida de parte del capital invertido. El riesgo es moderado.

SECCIÓN III. LA ADMINISTRACIÓN, EL FIDUCIARIO Y EL OPERADOR

Las características de la emisión hacen necesario analizar dos empresas administradoras: EFAsset Management (EFAM) en su condición de emisora y fiduciaria del fideicomiso financiero, y Agroempresa Forestal S.A. (AF) en su condición de operadora del proyecto.

1. Ef Asset Management (EFAM)(El Fiduciario)

La empresa administradora o fiduciaria esEF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A(EFAM). Se trata de una sociedad anónima cerrada que tiene por objeto la administración de fondos de inversión y fideicomisos de cualquier naturaleza. Fue inscripta en el Registro Nacional de Comercio el 7 de abril de 2003 con el N° 2014 – Rut: 214769530012.

El 20 de agosto de 2003, el Banco Central del Uruguay (BCU) autorizó a la sociedad a funcionar en el marco de la Ley de Fondos de Inversión No. 16.774 del 27 de setiembre de 1996 y su modificación posterior en la Ley No. 17.202 de fecha 24 de setiembre de 1999.

El 9 de julio de 2004, el BCU (comunicación No. 2004/188) autorizó a la firma a actuar como Fiduciario Financiero en el marco de la Ley No. 17.703 de fecha 27 de octubre de 2003. Asimismo, en dicha fecha, la sociedad fue inscripta en el Registro de Mercado de Valores del BCU como Fiduciario Financiero.

El 23 de mayo de 2005, el BCU la autorizó a actuar como Fiduciario Profesional en el marco de la citada ley (17.703). En la misma fecha, la sociedad fue inscripta en el Registro de Fiduciarios Profesionales, Sección Fiduciarios Generales que lleva el BCU.

Dadas las características de la emisión, en una hipótesis de quiebra o liquidación de EFAM, en nada se verían afectados los activos del fideicomiso. Por otra parte en caso de incumplimiento de cualquiera de sus obligaciones está previsto que los titulares por mayoría absoluta podrían sustituirlo.

La evaluación induye considerar la preparación profesional de los administradores para la toma de decisiones y para enfrentar los riesgos inherentes al negocio; su experiencia, y en general cualquier antecedente que pueda influir en la gestión.

Administración

La composición del Directorio se integra de la siguiente forma:

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

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

Situación económica y financiera

El análisis de los EE.CC al cierre del 31 de diciembre de 2013 y su comparativo con el año anterior, revela una sólida situación de la firma tanto en su solvencia como en su liquidez. Como se ilustra en los cuadros siguientes, el patrimonio contable a diciembre de 2013 asciende a $ 14.096.585 lo que representa un 32% de incremento respecto a diciembre último. Los EE.CC al 30/6/2014 con informe de revisión limitada efectuado por Deloitte ratifican el juicio anterior. El patrimonio contable vuelve a crecer, en este caso, 12.5% en el período de seis meses desde el último cierre de ejercicio mostrando a su vez una muy alta liquidez.

C. 2 Datos del Estado de Situación de EFAM

Miles $	30/6/14	31/12/13	31/12/12
Activo Corriente	2.277	8.815	6.842
Activo no Corriente	31.554	30.478	32.612
Total Activo	**33.831**	**39.293**	**39.454**
Pasivo Corriente	439	5.810	1.365
Pasivo no Corriente	17.534	19.387	27.377
Total Pasivo	**17.973**	**25.196**	**28.742**
Patrimonio	**15.858**	**14.097**	**10.713**
Razon Corriente	**5,19**	**1,52**	**5,01**

Fuente: EE.CC EFAM

Por su parte, según se desprende del cuadro siguiente, los ingresos operativos al cierre del primer semestre de 2014 son levemente inferiores a dichos ingresos para el mismo periodo del año anterior. En cambio los resultados operativos son sustancialmente menores a los de un año atrás. Esto se ve parcialmente compensado por resultados financieros muy superiores en el comparativo del mismo período lo que arroja un indicador similar al comparar los resultados finales con los ingresos totales.

C. 3. Estado de Resultados de EFAM

Miles $	30/6/14	30/6/13
Ingresos Operativos	5.536	5.815
Fastos Adm. y Vtas.	(4.382)	(3.467)
Resultado Operativo	**1.154**	**2.348**
Resultados Financieros	1.068	352
IRAE	(460)	(747)
Resultado del Periodo	**1.762**	**1.953**
Res Operativos/Ingresos	20,85%	40,38%
Res Periodo/Ingresos	31,83%	33,59%

Fuente: EE.CC de EFAM al 30/6/14

Es de destacar, además, la experiencia de la firma en la administración de fideicomisos. En efecto, según se informa en las notas a los EE.CC a junio de 2014, la firma administra a esa fecha 19 fideicomisos de diversos tipos.

2. Agroempresa Forestal S.A. (AF)(El Administrador u Operador)

Agroempresa Forestal SA es una sociedad anónima y se encuentra estructurada bajo el régimen de sociedad cerrada; comenzó sus actividades en agosto de 2000. La sociedad tiene como giro principal la prestación de servicios forestales. Adicionalmente, es el operador designado para administrar el F.F. Forestal Bosques del Uruguay I (BDUI); operación en curso muy similar a esta que nos ocupa.

En Uruguay, AF ofrece servicios forestales en un área superior a las 50.000 hectáreas por año para diferentes clientes; éstos, son responsables de más del 80% de la superficie forestada del país.

En 2007, AF se instala en Chile y en 2010 lo hace en Brasil. Actualmente a nivel regional operan en más de 100.000 hectáreas administrando activos valuados en más de USD 300 millones. Entre los proyectos administrados se encuentra el Fideicomiso BDU que cuenta con USD 50 millones ya en buena medida invertidos.

En definitiva, esta operación se explica por el éxito obtenido en la primera. El Fideicomiso BDU fue creado en mayo de 2011 y en agosto del mismo año, EFAM (la fiduciaria) emitió, por cuenta del Fideicomiso, Certificados de Participación escriturales por un valor nominal de USD 50 millones. A la fecha, AF como operador del mismo ha completado la etapa de adquisición de tierras (aproximadamente 9545 hectáreas), y lleva forestadas 5950 hectáreas; esto representa más del 62% de la superficie total lo que equivale a prácticamente la totalidad de la superficie forestable de acuerdo al plan de negocios presentado(Ver cuadro 4). Al 30/6/2014 la valuación de los terrenos en propiedad del Fideicomiso alcanzaba una cifra del orden de u$s 30 millones mientras que los activos biológicos (plantaciones) según última actualización contable (31/12/13) superaba los u$s 7 millones mientras que a la misma fecha mantenía como activos financieros (Bonos y Letras del Tesoro) por valores superiores a los U$S 9 millones con los cuales hacer frente al plan de forestación.

C.4 Área Total y Forestada por el Fideicomiso BDU.

	Real	Prospecto	Real/ Proyectado
Área total	9545	10000	95,50%
Área plantada	5950	6700	89%
Aprovechamiento	62%	67%	93%

Fuente: FF BDU Informes regulares Administrador

Es decir, AF ha demostrado en el terreno su capacidad para implementar un proyecto de esta naturaleza cumpliendo razonablemente bien con el plan de negocios propuesto.

En Uruguay tiene sus oficinas centrales en el Departamento de Rivera pero su equipo técnico está distribuido en todo el país.

Su principal es el Ing. Agrónomo-MBA Francisco Bonino (Director); y su Gerente General es el

Ingeniero Industrial Mecánico-MBA Dan Guapura.

En esta oportunidad, además, el Administrador asume diversas obligaciones y responsabilidades que refuerzan el compromiso y la confianza en el proyecto. Entre ellas se destacan: a) se obliga, por contrato, a presentar una oferta de suscripción de Certificados de Participación por un monto mínimo de U$S 700.000, por lo cual será además Beneficiario por los valores que adquiera. Si bien no es una cifra relevante en el marco del proyecto (1% de la emisión) demuestra confianza en el mismo; b) asume responsabilidad por los reclamos que se generen relacionados con empresas tercerizadas, cuando éstas se hayan iniciado por incumplimiento del Administrador de alguna de las obligaciones de control de contratistas establecidas en el Plan de Negocios y c) se somete a evaluación anual de estándares mínimos de desempeño sobre la ejecución temporal de los contratos para la tenencia de la tierra, para la plantación, el prendimiento y el denominado IMA (incremento medio anual). El incumplimiento de cualquiera de estos estándares, será causa suficiente para que los Titulares por Mayoría Especial de Titulares resuelvan el cese del Administrador en sus funciones.

De acuerdo a los EE.CC al cierre del ejercicio 2013 y que cuentan con informe de auditoría independiente (Deloitte), la firma cuenta con un patrimonio contable de miles de u$s 845 y tuvo ingresos operativos netos en el ejercicio por miles de u$s 3.345 y un resultado del ejercicio de U$S 676.000. La razón corriente es de 1.42 por lo que dispone de una buena posición de liquidez.

En cuadros siguientes se exponen las principales partidas de los EE.CC citados y su comparativo con el ejercicio anterior. Se puede apreciar que, en todos los aspectos relevantes, el ejercicio 2013 mejora al ejercicio cerrado en diciembre de 2012.

El historial de la firma, la idoneidad de su personal superior, su desempeño en la gestión de un proyecto similar a este y la solvencia que reflejan los EE.CC permiten afirmar que AF está

C.5 Estado de Situación Patrimonial A.F

Miles U$S	31/12/13	31/12/12
Total Activo	**1.846**	**1.584**
Activo Corriente	1.419	1.100
Activo no Corriente	427	484
Total Pasivo	**1.001**	**1.414**
Pasivo Corriente	1.001	1.104
Pasivo no Corriente	-	310
Patrimonio	**845**	**170**
Total Pasivo y Patrim.	**1.846**	**1.584**
Ac. Cte/Pas. Cte	1,42	1,00

Fuente: EE.CC AF

C.6 Estado de Resultados A.F

Miles U$S	31/12/13	31/12/12
Ingresos Operativos netos	3.345	2.759
Costo Bs y Servicios	(1.813)	(1.981)
Resultado Bruto	**1.532**	**778**
Gastos Adm y Ventas	(609)	(861)
Resultado Operativo	**923**	**(83)**
Resultados Financieros	(24)	(60)
Result. antes impuestos	**898**	**(143)**
IRAE	(223)	48
Resultado del Ejercicio	**676**	**(95)**

Fuente: EE.CC AF

perfectamente capacitada para administrar esta operación y conseguir los objetivos propuestos.

Riesgos considerados

Riesgo jurídico, por incumplimiento de alguna disposición por parte del fiduciario o del administrador. El mismo se encuentra pormenorizadamente analizado y acotado en los contratos analizados.

Riesgo administración, considerando la idoneidad para cumplir con la función de AF S.A. y de EFAM, en virtud que todos los análisis practicados en la calificación del BDU, se considera que el riesgo de incumplimiento de la administradora y del fiduciario con las responsabilida-

des del proyecto es prácticamente inexistente.

Riesgo de conflictos, derivado de la posibilidad de juicios capaces de interferir con el mandato recibido y en tanto la existencia de previsiones para enfrentarlos. Por iguales razones que el anterior, resulta poco probable que aun dándose conflictos, el fiduciario y la administradora no pudieran resolverlos a satisfacción del proyecto.

Riesgo por cambio de fiduciario está adecuadamente previsto en los casos correspondientes, que dejan esta posibilidad a los inversores adecuadamente representados.

Riesgo por cambio de administrador forestal, se encuentra también previsto en función de diversos resultados.

SECCIÓN IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

1. Bienes fideicomitidos y aspectos descriptivos del proyecto

Según el contrato de Fideicomiso Financiero y el resumen recogido en el prospecto de emisión, el objeto principal del "Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay II" será: (a) la emisión de los Certificados de Participación y su suscripción por parte de los Beneficiarios ("Emisión") según términos y condiciones que surgen del Contrato de Fideicomiso y del Documento de Emisión, (b) la implementación del Proyecto Productivo que consiste en un proyecto de inversión para la creación de un patrimonio forestal y la respectiva venta de la madera, y (c) la distribución de los fondos resultantes de tal implementación del Proyecto entre los Titulares, en la forma que se establece en el Contrato de Fideicomiso. Por tanto el patrimonio fiduciario estará constituido por los siguientes bienes y derechos que conforman el presente Fideicomiso: "(i) los montos resultantes de la integración de los Certificados de Participación objeto de la Emisión, (ii) los Inmuebles, Bosques, Madera y las mejoras e inversiones realizadas en ellos, si correspondiere, (iii) los ingresos y/o créditos recibidos o derivados por el Fideicomiso por la venta de los rubros mencionados en el literal (ii), (iv) los derechos y garantías emergentes de los boletos de reserva, compromisos o promesas de compraventa, promesas de enajenación de inmuebles a plazos o transferencias definitivas relativas a los Inmuebles (tanto cuando el Fideicomiso es adquirente como si fuera enajenante), (v) los ingresos y/o derechos de crédito generados en relación a las Actividades Accesorias; (vi) las Inversiones Permitidas y el Resultado de las Inversiones Permitidas, (vi) los fondos existentes en la Cuenta Fiduciaria y Cuenta de Gastos o que correspondan a la Reserva Final; y (vii) cualquier bien o derecho derivado o producido, directa o indirectamente, de los bienes o activos (tangibles o intangibles) antes mencionados (muebles o inmuebles)." [3]

1.1 Gobierno Corporativo

El diseño de gobierno corporativoque asigna funciones al fiduciario, al operador y al comité de vigilancia, a juicio de CARE, constituye una organización adecuada para la asignación de responsabilidades y para el control recíproco de su ejercicio. Asimismo, la gestión del Fideicomiso resulta relativamente limitada como para justificar este tipo de organización. En conjunto, las contingencias que pudieran afectar los derechos de los beneficiarios se encuentran razonablemente bien consideradas (Ver Informe Jurídico en Anexo 1).

1.2 Proyección del Flujo de Fondos

Enel Cuadro7 se describe el Flujo de Fondos del Proyecto. Las proyecciones se presentan por un período igual a la duración del negocio, o sea 21 años.

Los supuestos utilizados en las proyecciones, los cuáles CARE considera razonables, son:

- Razonable distribución temporal de las tierras compradas.
- Razonable monto asignado a la inversión inicial.
- Razonable asignación de ingresos por venta de madera, venta de los campos, venta de los bonos de carbono y pastoreo.
- Razonable proyecciones de precios y de productividad.
- El punto clave, los supuestos utilizados para la estimación del incremento real en el valor de la madera así come el valor de los campos están fundamentados en unrazonable análisis de la literatura económica.
- Los costos operativos surgen de estimaciones que se consideran adecuadas.
- Los ingresos por colocaciones de los fondos líquidos permitidas se presentan en monto y tasa de interés adecuados, según la opinión de la calificadora.

Es importante aclarar que las proyecciones no consideran ninguna obra de infraestructura de transporte en los próximos 21 años, lo que implica un supuesto por demás conservador debido a que la disminución en el costo del transporte incrementaría de forma importante el retorno de la inversión.

[3] *Artículo 2.1 del "Contrato de Fideicomiso Financiero de Oferta Pública".*

C.7 Flujo de Fondos del Proyecto (miles U$S)

	Aporte inicial	Retiros	Flujo Fondos	TIR
2014	(13.000)	-	(13.000)	8,70%
2015	(22.000)	-	(22.000)	
2016	(20.000)	-	(20.000)	
2017	(11.000)	-	(11.000)	
2018	(4.000)	-	(4.000)	
2019	-	-	-	
2020	-	-	-	
2021	-	-	-	
2022	-	-	-	
2023	-	-	-	
2024	-	5.711	5.711	
2025	-	6.031	6.031	
2026	-	-	-	
2027	-	-	-	
2028	-	-	-	
2029	-	19.815	19.815	
2030	-	4.216	4.216	
2031	-	-	-	
2032	-	13.738	13.738	
2033	-	19.084	19.084	
2034	-	228.340	228.340	

Fuente: Prospecto de Emisión.

2. Evaluación de la rentabilidad de la inversión, Tasa Interna de Retorno, riesgos asociados y sensibilizaciones del Emisor

El Proyecto planteado en el prospecto presenta una Tasa Interna de Retorno del 8,86% para el Inversor.

A los efectos de poder evaluar los riesgos financieros de la inversión, en el Prospecto se describe un exhaustivo análisis estadístico, que modela los distintos escenarios a través de simulaciones de Monte Carlo.

C. 8. Sensibilizaciones realizadas en el Prospecto de Emisión

	Mínimo	Prom.	Máximo
TIR inversor	8,11	8,62	9,12
Van (Mills U$S Tasa dto U$S 7,5%	7,5	13,8	19,96

Fuente Prospecto Emisión

2.1 Análisis de riesgo, escenario adverso

Con el objetivo de sensibilizar la tasa interna de retorno del Proyecto, se realizó un análisis de sensibilidad apoyado en el método de simulación Monte Carlo. Éste consiste en asignar distribuciones de frecuencia a algunas variables exógenas del modelo, de forma de generar aleatoriedad al análisis.

A modo de estresar el modelo, CARE definióun escenario más desfavorable de los presentados en el prospecto de emisión. Para ello definió factores críticos de riesgo del modelo adicionales,los que tienen una incidencia directa en los indicadores de rentabilidad del proyecto.

En el cuadro 9 se indican los valores esperados de los factores mencionados para la simulación en la que se supuso que sus valores fluctúan de acuerdo con distribuciones de probabilidad normales.

Las variables testeadas en los diferentes escenarios son:

C.9 Variables sensibilizadas

Variable	Especie	Distribución	Media
Curva crecimiento Dunni*	Dunni	▲	0,75
Curva crecimiento Grandis*	Grandis	▲	0,75
Aprovechamiento De Las Tierras		▲	0,6
Variación del precio de Tierra**		Valor Fijo	0
Variación del precio de Tierra Forestada**		Valor Fijo	0

*se supuso una caída aproximada del 25% en la curva de crecimiento curvas de crecimiento de las diferentes especies

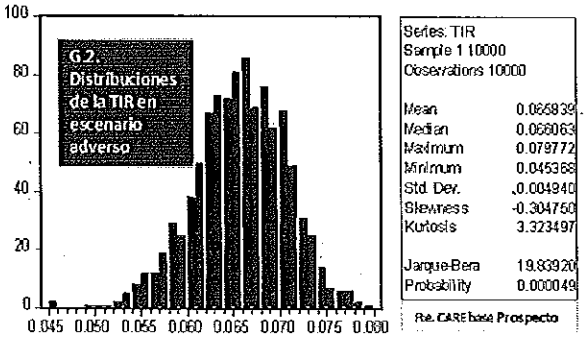
** no se sometió a la aleatoriedad. Se supuso que no había variaciones de precios en el período de la inversión.

Fuente: CARE

C,10. Rentabilidad del Proyecto – según diferentes escenarios

VARIABLE	95%	Min.	Prom.	Max.
TIR NOMINAL(%)	5,74	4,45	**6,58**	7,98

Fuene. CARE



Los resultados obtenidos para una simulación de 10000 iteraciones y suponiendo un escenario por demás desfavorable, muestran que la TIR nominal esperada sería de 6,58% yevidencia un 95% de probabilidad de ubicarse en valores superiores al 5,74%.

Las sensibilizaciones practicadas son, a los efectos de la calificadora, robustas y ofrecen una razonable cobertura de las posibles contingencias del Proyecto.

Frente lo anterior, CARE se propuso forzar aún más las contingencias adversas conforme al punto que se presenta a continuación.

2.2 Costo del capital y Valor Presente Neto del Proyecto

Con el objetivo de testear algunos supuestos introducidos en las proyecciones del plan de negocios presentado [4], CARE profundizó el análisis del costo de oportunidad del capital para descontar los flujos de fondos. Para ello se calculó el costo promedio ponderado del capital (WACC)[5] del presente proyecto. El mismo se obtiene considerando los costos o retribución correspondiente de las diferentes fuentes de recursos, ponderadas por su participación en la estructura de financiamiento. En este caso no existe el componente de endeudamiento, por lo que el proyecto se financia enteramente por Fondos Propios o CPs.En ese sentido, se calculó el rendimiento requerido por el capital invertido en Certificados de Participación (fondos propios), y se ponderó el mismo por el peso de estos en las fuentes de financiamiento. A continuación se presenta la fórmula de cálculo del costo de los recursos financieros del proyecto (WACC).

$$WACC = E(r_i) * \frac{E}{E+D} + r_d * (1-t) * \frac{D}{E+D}$$

Donde:

E(ri): Tasa de retorno esperada del capital (propio)
E: Capital propio (emisión de CPs)
D: Deuda (No contemplada en este proyecto)
Rd: tasa de interés de la deuda (No contemplada en este proyecto)

t: tasa de impuesto corporativo

El punto fundamental para el cálculo del WACC es la estimación de la retribución de los fondos propios. Para esto se utiliza el modelo de valoración CAPM (Capital Asset Pricing Model) y, siguiendo a Damodaran[6] adicionamos a éste una prima que contempla el riesgo específico del mercado en el que se ejecuta el proyecto. En consecuencia para el cálculo del costo de los fondos propios se aplica la siguiente fórmula:

$$E(r_i) = r_f + \beta_{im}\left(E(r_m) - r_f\right) + Er_p$$

Donde:

E(ri): Tasa de retorno esperada del capital
Riesgo sistemático propio respecto del riesgo de mercado[7].
rf: tasa libre de riesgo
E (Rm) – Rf: Prima de Riesgo país. Es el premio por riesgo específico al mercado que opera el proyecto.
Erp: Prima por riesgo específico a la compañía o proyecto evaluado[8]

[4] El prospecto de emisión supone una tasa de descuento del 7,5%.
[5] Weighted Average Cost of Capital.
[6] A. Damodaran, "Estimating Equity Risk Premiums" Stern School of Business.
[7] Se consideraron los betas promedio de compañías del sector forestal en mercados emergentes según A. Damodaram
[8] Se consideró la prima por riesgo promedio de compañías del sector forestal en mercados emergentes según A. Damodaran.

Para realizar el cálculo anterior, se tuvieron en cuenta de entre numerosos valores posibles, aquellos que responden a un criterio conservador, que implica una tasa de descuento exigente.

Aplicando estos valores se llega a una tasa de retorno esperada para el capital del 7,9%. Este valor es inferior a la TIR esperada del inversor en CPs (8,86%), lo que nos indicaría que la tasa prevista para ellos es superior a la teórica. Si bien estas comparaciones no pueden tomarse en sentido estricto, constituyen una referencia que – entre otras- ayuda a conformar un juicio acerca del retorno proyectado de los CPs.

Esto indica que según estas metodologías, la tasa de descuento del proyecto es adecuada y reforzaría los cálculos del retorno del negocio para el inversor.

C11: Riesgos asociados a la producción forestal

Factor de Riesgo	Descripción del riesgo		Mitigación del riesgo
Clima: exceso o falta de lluvias, vientos y tornados.	Los eventos extremos de clima adverso pueden afectar las plantaciones. Los mayores impactos son al inicio del ciclo. Variable externa, fuera del alcance de la Administración.	1 (Los eventos extremos tienen una probabilidad baja de ocurrencia en términos climáticos)	a) Uso de seguros climáticos en momentos críticos. b) Diversificación geográfica en diferentes localidades. c) Evitar actividades críticas en períodos con previsiones meteorológicas adversas.
Incendios	Incendios forestales. Esta es una amenaza latente. Impacto variable según la magnitud.	3	a) Seguros. b) Manejo y limpieza de montes. c) Control, monitoreo y prevención.
Insectos, pestes, enfermedades y nutrición del suelo.	Algunos insectos, pestes y enfermedades pueden causar daños a las plantaciones particularmente al inicio de la misma. El impacto es variable según la escala y la respuesta a la incidencia de caso.	2 a 3	a) Seguimiento del Plan de control de malezas y plan de control de insectos. b) Aplicar los protocolos de control, monitoreo y prevención. c) Diversificación en las especies (grandes y dumni) con ciclos y ambientes distintos.
Tecnológicos	Problemas con las tecnologías disponibles (genéticas por ejemplo) que tengan un comportamiento no esperado	1 a 2	Utilizar materiales genéticos probados en Uruguay, con las máximas garantías de funcionamiento. Diversificación mínima de especies.

Fuente: prospecto de emisión

2.3 Otros riesgos asociados al Plan de Negocios

El prospecto de emisión del Fideicomiso Financiero presenta un exhaustivo detalle de las acciones previstas de forma de mitigar los riesgos y administrarlos de forma que afecten mínimamente el desempeño del Proyecto. El objetivo no es hacer desaparecer los riesgos, sino que se trata de entender las variables clave de su funcionamiento y manejarlos. El prospecto permite identificar los riesgos, estipular un nivel de riesgo tolerado o permitido en base a determinados objetivos y tomar las medidas necesarias de forma de manejarlos en aras de los objetivos anteriormente mencionados (Ver Cuadro 11).

Riesgo de manejo forestal endógeno[10]

El riesgo de manejo endógeno es mínimo dado que está mitigado por la trayectoria y experiencia del Administrador mencionada en la sección III de este documento. El sector forestal en Uruguay está en una fase de madurez dónde están presentes importantes firmas en la producción primaria, en los servicios a la producción, en la producción industrial, en el sector logístico y en el comercio exterior.
Asimismo, en lo que respecta a los riesgos biológicos, las especies elegidas presentan una adecuada performance en los ecosistemas elegidos y las patologías de estas son conocidas. No obstante, por tratarse de un proyecto de largo plazo, si las especies presentaran problemas biológicos en el futuro, en el país y en la región existe una importante dotación de recursos humanos calificados en lo que respecta a la Investigación básica y aplicada adecuada tanto en la órbita del Instituto Nacional de Investigación Agropecuaria como en la Universidad de la República (básicamente Facultad de Agronomía y Facultad de Ciencias).

*Riesgo de Generación de Flujos:*considerando las variables de gestión, las biológicas y las físicas así como las variables económicas y financieras recogidas en el análisis de sensibilidad; se concluye que el riesgo de generación de flujos es mínimo.

[9] *=Muy baja; 6=Muy alta.*

[10] *Riesgo de manejo forestal endógeno. Refiere a las decisiones sobre el manejo del monte (plantación de especies en sitios adecuados; manejo en la producción de plantas y establecimiento; perfeccionamiento del árbol aplicando programas de mejoramiento genético; desarrollo y llevado a cabo de espaciamientos y regímenes silviculturales; protegiendo el cultivo silvícola y la tierra de alteraciones como fuego, problemas sanitarios, animales, malezas, entre otros).*

SECCIÓN V. EL ENTORNO

El análisis de entorno refiere a la evaluación de factores futuros que pueden afectar la generación de los flujos propuestos, pero que derivan de circunstancias ajenas a la empresa y refieren al marco general. Tienen que ver con la evolución esperada de los mercados interno o internacional de insumos y productos, así como con el análisis de políticas públicas capaces de incidir directamente en el cumplimiento de los objetivos planteados. Por políticas públicas se entiende no solo las domésticas sino las de los países con los que existe comercio. En el caso de los productos forestales, al menos hasta el momento de la calificación, el cúmulo de barreras está relativamente sujeto a disciplinas predecibles. Y en cuanto a la probable extensión de barreras de tipo medio ambiental, el país y especialmente este proyecto destacan por su cuidado y certificaciones a él vinculadas. Permanece en cambio como riesgo de políticas públicas asociado a los permisos administrativos. En este sentido vale aclarar que esta calificación cobra pleno sentido sólo si se pueden desencadenar los procedimientos previstos en el plan de negocios vinculados con la compra de la tierra y la plantación de los árboles. Otro riesgo de políticas públicas seria la amenaza, de parte del Estado, de actuar contra las modalidades de propiedad y explotación que propone el fideicomiso.

Dado el plazo extendido de las proyecciones que se corresponde a la naturaleza del propio proyecto, el análisis de entorno se expresa en términos de grandes tendencias vinculadas a la evolución del precio de la madera y de la tierra.

4.1 Riesgo Económico y de Mercado[11]

Cabe destacar los siguientes aspectos favorables sobre el negocio forestal que fueron argumentados en profundidad en el prospecto de emisión:

- Los productos forestales aumentan de valor por, la demanda mundial debido a cambios demográficos (aumento del 40% en la población al 2050) y al crecimiento económico, particularmente, en las economías en desarrollo.

- Las regulaciones ambientales cada vez más estrictas, excluirán áreas forestadas, en particular, los bosques nativos.

- Aprovechamiento del crecimiento en el uso de energías renovables a partir de biomasas forestales y del aumento en los precios de la madera a tasas superiores a la inflación.

- En Uruguay, es un sector de importante crecimiento en la plantación e industrialización. Existe casi un millón de hectáreas forestadas en el país, siendo los fondos institucionales extranjeros, los principales inversores en este tipo de emprendimientos.

- Existe seguridad comercial secundada por el fácil acceso a los principales mercados y variadas opciones de comercialización.

- Ventajas naturales del país, como ser, elevadas tasas de crecimiento biológico en los árboles.

- Elevada presencia de los fondos institucionales en el sector forestal en América Latina. De hecho Uruguay es el segundo destino después de Brasil, en lo que respecta a inversiones forestales de fondos norteamericanos. La superficie plantada en Uruguay por parte de los fondos superaba las 250.000 hectáreas en el año 2009.

- Un marco impositivo favorable para las explotaciones forestales y, en particular, para la producción de madera sólida.

- Posibilidades de mejora en la infraestructura y logística en el mediano plazo que aumentarían los márgenes.

- La instrumentación del proyecto mediante un fideicomiso, figura jurídica ideal para este tipo de inversiones.

[11] *Riesgo económico y de mercado. La inversión en compra de campos, preparación de la tierra y plantación no producirá retorno económico hasta, tal vez, 20-24 años y cualquier análisis de esta inversión requiere poder predecir el rendimiento de la cosecha y los precios de la madera en pie. La dificultad para estimar los flujos de caja futuros con certeza es la causa básica de riesgo económico en una inversión forestal. De forma de mitigar este riesgo es que se realizó un exhaustivo análisis de sensibilidad.*

Asimismo, un punto no manejado en el prospecto de emisión es que los medios de transportes domésticos no variarán en el plazo de la inversión. O sea que no se prevén mejoras en las carreteras, líneas férreas o nuevos puertos. Este supuesto, por demás conservador, hace que cualquier inversión en infraestructura que reduzca los costos de transporte redunde en un mejor retorno para la inversión.

4.2 Sobre el precio de la madera y de la tierra

El precio más importante y por tanto el juicio más determinante para la calificadora es el de la madera. Esto se fundamenta en que más del 60% de los retornos de la inversión se explican por el valor de la madera.

Los precios de la madera; a nivel internacional, regional y doméstico han evidenciado trayectorias acordes a las planteadas en el prospecto de emisión. No obstante, CARE realizó un informe sectorial sobre el mercado forestal y una revisión bibliográfica sobre las proyecciones internacionales del precio de la madera (Ver Anexo II). En el mismo se constata que los supuestos son coincidentes con la literatura y los informes de organismos especializados en la materia.

En lo que respecta a Uruguay, el sector forestal se ha multiplicado por 30 en los últimos 30 años. Pasó a ser un referente del comercio internacional del país así como de la inversión extranjera directa.

La demanda y los precios de los productos forestales se presenta firme y se proyecta creciente, según la revisión bibliográfica citada.

Del Anexo II se destaca lo siguiente:

"El sector forestal ha exhibido un importante dinamismo tanto en los países desarrollados como los emergentes. Presenta importantes desafíos para los próximos años donde el aprovisionamiento de la materia prima será estratégico para las empresas del sector. Las políticas medioambientales que protegen los bosques nativos, las regulaciones en lo referente al trabajo sectorial, las nuevas demandas derivadas como lo son el uso para biocombustibles son algunos de los factores que incidirán en el futuro del sector a nivel global."

El precio de la tierra, el segundo en nivel de importancia, ha continuado con su fase de apreciación en dólares aunque a un menor ritmo de crecimiento.

Las perspectivas de demanda internacional por tierra y madera son alentadoras y ubican los precios en niveles crecientes para el corto y mediano plazo. En el Anexo III se presenta un detallado informe sobre el precio de la tierra donde se destaca lo siguiente:

"La oferta de tierras es finita y está amenazada por diversos factores (erosión, urbanización, etc.) mientras que la demanda se presenta como cada vez más creciente. Este contexto hace que la tierra se tienda a valorizar cada vez más y se presente como un adecuado refugio de capitales en busca de activos seguros"

"La coyuntura macro monetaria mundial ha exhibido un importante cambio en la última década configurando un escenario más que propicio para la inversión en tierra. La quiebra de LehmanBrothers y la crisis financiera internacional del 2008 conjuntamente con las políticas de flexibilidad cuantitativa de los principales Bancos Centrales del mundo han generado una externalidad positiva para la inversión en tierras. Si bien esta coyuntura está en proceso de cambio, es probable que el shock negativo que recibirá el precio de la tierra sea de corto plazo y que los factores estructurales (aumento de demanda, innovación, urbanización, etc.) lo amortigüen."

4.3 Las políticas públicas, el riesgo político

El gobierno discute con frecuencia diferentes propuestas que pueden afectar el clima de la inversión en tierras o sobre el negocio forestal, si aparecen leyes gravando las extensiones de más de mil o dos mil hectáreas, o si se detiene en alguna medida la inversión de fondos como el proyectado, o si se afectara la inversión extranjera que agrega demanda. Todos estos elementos componen un riesgo político que al momen-

to no puede preverse cómo será su desenlace. En los últimos años, las AFAPs ya han adquirido certificados de participación de inversión de este tipo (proyectos forestales y de tierras) lo que de alguna manera atenúa este riesgo político, y por el momento no se lo considera afectando significativamente el desarrollo del proyecto.

En el mismo sentido, el sistema político en más de 20 años y con las más amplias orientaciones ideológicas, ha creado diversos estímulos con el afán de desarrollar el complejo forestal.

Otro factor que mitiga el riesgo político es que tanto la especie (eucaliptos grandis) como los ecosistemas elegidos están en sintonía con las disposiciones de política pública. Esto se debe a que el principal destino de la plantación es el de madera de calidad para la industria de aserrado[12] y las tierras elegidas son de aptitud forestal en departamentos donde la forestación cobra una importante dinámica sectorial.

Riesgo de Entorno: En conclusión el riesgo de entorno tanto en lo que refiere a los mercados como a las políticas públicas se considera bajo.

[12] *De reciente reorientación de la política forestal*

SECCIÓN VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

El dictamen se construye a partir de la asignación de ponderadores y puntajes a los factores de riesgo que integran cada área de riesgo (los títulos, la fiduciaria y la administradora, los activos subyacentes y el flujo de fondos, y el entorno). Dispuestos en una matriz, los indicadores de cada factor en cada área de riesgo, van generando puntajes a juicio del comité calificador que van conformando el puntaje final. Éste se corresponde con una nota de acuerdo al manual de calificación. En la matriz de calificación, las áreas se dividen en factores, y estos en indicadores.

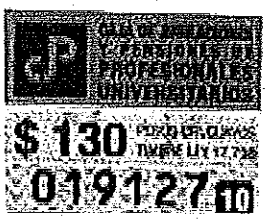
En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos y cuantitativos - tanto los presentados por el estructurador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité de calificación de CARE entiende que los títulos recogen la calificación BBB (uy)[13] de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.

Comité de Calificación

Julio Preve

Martín Durán

Mayid Sader



[13] *BBB(uy).Se trata de instrumentos que presentan un riesgo medio bajo para la inversión, ya que evidencian un desempeño aceptable y suficiente capacidad de pago en los términos pactados. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, y las características del entorno, dan en conjunto moderada satisfacción a los análisis practicados, sin perjuicio de alguna debilidad en cualquiera de las cuatro áreas de riesgo. Podría incrementarse el riesgo del instrumento ante eventuales cambios previsibles en los activos o sus flujos, en los sectores económicos involucrados, o en la economía en su conjunto. La probabilidad de cambios desfavorables previsibles en el entorno es de baja a media baja, y compatible con la capacidad de la administradora de manejarlos aunque incrementando el riesgo algo más que en las categorías anteriores.* ***Grado de Inversión mínimo***

ANEXO I

INFORME DE CONTINGENCIAS JURIDICAS

"FIDEICOMISO FINANCIERO FORESTAL BOSQUES DEL URUGUAY 2".
Informe Jurídico.

I – Introducción.

El 14 de agosto de 2014, EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión SA (como Fiduciario) y AGROEMPRESA FORESTAL SA (como Administrador), suscribieron el contrato del "**FIDEICOMISO FINANCIERO RORESTAL BOSQUES DEL URUGUAY 2**". El negocio fiduciario busca desarrollar un emprendimiento forestal a través de la emisión de certificados de participación de oferta pública, cuyos suscriptores iniciales (Fideicomitentes), aportarán los fondos que el Fiduciario invertirá en la compra o arrendamiento de los inmuebles rurales para el ulterior desarrollo de la actividad silvícola, según las recomendaciones del Administrador, el diseño del Plan de Negocios y atendiendo a las condiciones y procedimientos establecidos en el contrato de fideicomiso. De tal forma, el patrimonio del fideicomiso estará constituido por los "Activos" definidos como "*los bienes y/o derechos, presentes y futuros, incluyendo los inmuebles y los activos financieros, y todos los derechos económicos, presentes y futuros, que formen parte del patrimonio del Fideicomiso*".

El mismo día 14 de agosto de 2014 y en forma simultánea, el Fiduciario y el Administrador celebraron el denominado "**Contrato de Administración**", mediante el cual el Fiduciario designó como Administrador a Agroempresa Forestal SA quien se obliga a cumplir con la administración de los bienes fideicomitidos y la implementación del Plan de Negocios; sin perjuicio de la responsabilidad que mantiene el Fiduciario por la gestión del Administrador en relación a las tareas subcontratadas a éste.

Los contratos señalados y sus Anexos están incorporados en el Prospecto Informativo. De la compulsa de toda esta documentación y sin desmedro de ulteriores desarrollos de los aspectos más salientes de la estructura, como concepto general entendemos que se cumplen las disposiciones legales y reglamentarias disciplinadas para el fideicomiso financiero, tanto en cuanto a su constitución formal y aspectos relacionados con la capacidad de los contrayentes.

Con especial énfasis en el Contrato de Fideicomiso y siempre desde la perspectiva del interés y derechos del inversor, no apreciamos circunstancias de relieve que pongan en riesgo el cumplimiento del pago puntual y total de los Certificados de Participación a ser emitidos.

Debemos señalar en esta introducción, que la estructura que se analiza en este informe tiene como antecedente el FIDEICOMISO FINANCIERO FORESTAL BOSQUES DEL URUGUAY, celebrado entre las mismas partes y con la misma estructura jurídica económica que la presente. En su momento se informó positivamente sobre la solvencia jurídica de aquél emprendimiento, conceptos que son trasladables al análisis que nos convoca. Por lo demás, no hemos recibido información sobre actos o hechos que comprometan el cumplimiento de

las obligaciones centrales contraídas, en especial la satisfacción del derecho de participación de los inversores. En este punto merece destaque que las autorizaciones públicas, ya para la compra de inmuebles, ya sobre la plantación en concreto, fueron otorgadas por los organismos públicos pertinentes. En la medida que dichas autorizaciones estaban diagramadas como condiciones resolutorias, los riesgos de cumplimiento quedan circunscriptos a la ejecución diligente del emprendimiento forestal.

A pesar de este importante antecedente, el presente fideicomiso es una estructura nueva que lógicamente crea un nuevo patrimonio autónomo y afectado exclusivamente al cumplimiento de sus fines. Por ello proponemos como orden de este trabajo en primer lugar hacer una sucinta descripción de las principales cláusulas, para luego centrarnos en las contingencias jurídicas (subjetivas y objetivas), donde se hará hincapié en las exigencias impuestas al Administrador en tanto gestor del Plan de Negocios y las atribuciones de los inversores a través de las Asambleas y del Comité de Vigilancia, en aras del debido contralor de la marcha del negocio, habida cuenta que en ese aspecto queda cifrado el éxito del emprendimiento y por añadidura el rendimiento de su inversión.

II – El contrato de Fideicomiso Financiero.

El contrato proyecta la emisión de Certificados de Participación, al tenor de lo dispuesto por el artículo 25 de la Ley 17.703. Los valores serán escriturales y de oferta pública y se emitirán por hasta U$S 70.000.000, con un valor nominal de cada Certificado de U$S 1.000. La emisión se llevará a cabo una vez registrada la oferta en el Banco Central del Uruguay; el Fideicomiso tendrá un plazo de 30 años como máximo, pudiendo extinguirse con anterioridad si se cancelaran en forma total los valores emitidos y todas las obligaciones a cargo del fideicomiso.

La suscripción se hará en la Bolsa de Valores de Montevideo, cada suscripción tendrá un mínimo de U$S 700.000 y los valores cotizarán en BEVSA y/o Bolsa de Valores de Montevideo.

Según el Prospecto Informativo – al que nos remite el contrato - establece cronograma de integraciones diferidas en cinco etapas diferenciadas por los montos y plazos a integrar, la primera pactada para el día siguiente al cierre del período de suscripción y la última para 46 meses después de dicha fecha. En cada fecha de integración el Fiduciario emitirá a favor de cada inversor suscriptor, los certificados de participación que correspondan a las integraciones realizadas. Las fechas de integración podrán adelantarse (no atrasarse), por decisión de la Mayoría Especial de Titulares. Cada inversor beneficiario, por la sola adquisición de los Valores, consiente que el Administrador se desempeñe como tal según las pautas de los contratos de fideicomiso y de administración.

En cuanto a los derechos que otorgan los Valores en el dominio fiduciario, se establece el pago de **Fondos Netos Distribuibles** al cierre de cada ejercicio y la distribución final bajo el rubro **Fondos Netos Remanentes.** No obstante se prevé que hasta la finalización del año 8

no habrá distribuciones, pues aún de existir disponibilidades anuales, las mismas se aplicarán a cubrir futuros gastos e inversiones.

El Fiduciario deberá constituir una *"Reserva para Contingencias"* y una *"Reserva de Liquidación del Fideicomiso"*. La primera para atender erogaciones por cualquier reclamo que sea planteado durante la vida del fideicomiso y la segunda deberá referir específicamente al momento de extinción del fideicomiso y apunta a reservar dinero para eventuales pagos de impuestos durante el proceso de liquidación del patrimonio fiduciario.

Obtenidos así los fondos, se aplicarán por el fideicomiso a cumplir sus fines: la producción de madera para el mercado de aserrío y pulpa a través de la plantación y manejo de las especies Eucalyptus Grandis y Eucalytpus Dunii (en términos aproximados 65% y 35% respectivamente). Para ello se proyecta la adquisición y/o arrendamiento de inmuebles con una superficie total cercana a las 14.000 hectáreas y en la zona centro este del país en atención a su potencialidad para la actividad forestal. Las inversiones en tierras se harán en tres variantes contractuales: compraventa, arrendamiento y promesa de enajenación de inmuebles a plazo.

Se prevé asimismo que los fondos líquidos que no sean invertidos directamente en la explotación, podrán ser invertidos en los siguientes Activos Financieros: *"**a)** Valores emitidos por el Estado uruguayo y otros entes estatales; **b)** Valores de renta fija emitidos por organismos internacionales de crédito o por gobiernos extranjeros de muy alta calificación crediticia y **c)** Depósitos en entidades de intermediación financiera locales calificadas con AAA local"*. En ningún caso podrá invertirse en valores no permitidos para los Fondos de Ahorro Previsional.

III – Contingencias jurídicas de la estructura.

Bajo este acápite se analizan los riesgos jurídicos del emprendimiento que se desglosan en aquellos de tipo subjetivo, esto es, relacionados con la capacidad y poder normativo negocial de las partes intervinientes y los objetivos que refieren en particular y atendiendo especialmente al interés de los inversores-beneficiarios, al estricto cumplimiento del Plan de Negocios mediante la adquisición de la tierra, procediendo a la plantación y desarrollo de la producción hasta la comercialización de la madera dentro de los plazos previstos y manteniendo los gastos dentro de los márgenes establecidos inicialmente.

Aspectos subjetivos

Del Fiduciario. EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A. (EF AM), según informa el Prospecto desde julio de 2004 está autorizada por el Banco Central del Uruguay para actuar como fiduciario en fideicomisos financieros en el Uruguay, de acuerdo a las disposiciones de la Ley 16.774 y 17.703.
Aparte de este rol central de cumplir con el encargo fiduciario, EF AM actúa como Entidad Registrante y Agente de Pago de los Valores.

Del Administrador. En cuanto a Agroempresa Forestal SA y también siguiendo las emergencias del Prospecto, de acuerdo con sus estatutos está dentro del objeto social el giro que involucra este emprendimiento de donde resulta que la misma posee capacidad jurídica y la celebración del contrato analizado en calidad de organizador y administrador se encuentra dentro del ámbito de su poder normativo negocial. La información allegada da cuenta del desarrollo de actividades forestales en el país desde el año 2004.

De los Fideicomitentes Beneficiarios. En lo atinente a los requisitos de capacidad jurídica y poder normativo negocial de los beneficiarios (Titulares de los Certificados de Participación), deberán ser calibrados en atención a las particularidades personales o institucionales de cada inversor; tanto en lo atinente a la operación bursátil como para participar en el contrato. En este ámbito cabe mencionar que según la cláusula 19 (suscripción e integración), el Administrador se obliga a presentar una oferta de suscripción de Certificados de Participación por un monto mínimo de U$S 700.000, por lo cual será además Beneficiario por los valores que adquiera.

En suma, de la compulsa de la documentación se concluye que las partes se encuentran autorizadas por el ordenamiento jurídico a participar en el negocio fiduciario proyectado y no se aprecian obstáculos para la validez y eficacia de las obligaciones que asumen.

Aspectos objetivos.

Según anticipamos en la introducción, este bloque central estará dedicado al estudio de aquellos aspectos estructurales más destacables desde la perspectiva de los beneficiarios y en orden al óptimo cumplimiento del emprendimiento forestal como requisito central para el éxito integral del negocio fiduciario. A nuestro juicio hay tres aspectos que merecen destaque: **a)** las exigencias contractuales impuestas al Administrador que le son delegadas por el Fiduciario y el régimen de responsabilidad que ello implica; **b)** las herramientas de acceso a la información, fiscalización y control que se atribuyen a los Titulares en relación a la marcha del negocio a través de las Asambleas y el Comité de Vigilancia y **c)** Las autorizaciones administrativas previas, en tanto son establecidas como causales de extinción del fideicomiso.

a. Obligaciones del Administrador.

Interesa en este segmento algunos comentarios sobre el haz obligacional que asume el Administrador. En primer lugar por cuanto el desarrollo de la actividad económica no la ejerce el Fiduciario, sino que éste delega su ejecución al Administrador, pero las pautas legales del fideicomiso financiero no le resultan aplicables, permaneciendo la responsabilidad por la gestión del negocio en la persona del Fiduciario, al menos en su faz interna (frente a los beneficiarios). En segundo lugar de importancia anotamos algunas obligaciones a cargo del Administrador que, en su cotejo con la estructura anterior, añaden mayores exigencias en su desempeño y por añadidura fortalecen las garantías de satisfacción de los valores a emitirse.

La delegación, o también denominada tercerización de funciones o tareas que en principio integran el encargo fiduciario, encuentra asidero legal en la ley de fideicomiso. En efecto y fuera de hipótesis de incumplimiento donde podría operar – eventualmente – el mecanismo de la sustitución, la norma no veda la posibilidad que el Fiduciario designe un gestor o administrador para que en función de su especialidad en el objeto del negocio, desarrolle la actividad en cuestión.

Lo que resulta indelegable son aquellas obligaciones que la ley le confiere para su ejercicio personal. En la especie y por tratarse de un fideicomiso financiero: emitir los valores, adquirir, arrendar los inmuebles, administrar las cuentas del fideicomiso, llevar el registro de titulares, rendirles cuentas y en especial disponer los pagos de los certificados de participación, liquidar el patrimonio fiduciario a su extinción. Asimismo deberá realizar todas las acciones tendientes a la protección del patrimonio del fideicomiso contra cualquier agresión y en particular no incurrir en ninguna de las prohibiciones que establece la ley en su artículo 20. Todo esto se desprende de la lectura armónica de la ley 17.703.

¿Qué es lo que se *delega* o encarga al Administrador? La respuesta la encontramos en los artículos 8 a 11 del contrato de Fideicomiso. El primero establece que su designación lo es para *"cumplir la tarea de administrar los Bienes Fideicomitidos y llevar adelante la implementación del Plan de Negocios (...)"*. Y luego expresa la reserva preanotada: *"Sin perjuicio de esto, el Fiduciario mantendrá la responsabilidad por las tareas subcontratadas a éste"*.

En cuanto a *"la implementación del Pan de Negocios"*, las obligaciones principales están en las cláusulas 9 "Funciones y responsabilidades del Administrador y 10 "Estándares Mínimos de Desempeño del Administrador" (ambas replicadas en el contrato de administración). El primero diseña el proceso de selección, adquisición y/o arrendamiento de los campos, con una importante participación del Comité de Vigilancia en dicho proceso. Asimismo diseña todas las tareas operativas que en su vinculación con terceros deberá llevar a cabo para la ejecución del plan productivo. A propósito de esto al final de la cláusula se agregan a texto expreso estipulaciones que no lucían en el primer fideicomiso forestal. En efecto y dado el amplio elenco de gestiones transferidas al gestor, se dice que ***"será responsable por seleccionar y controlar a los contratistas que presten tareas al Fideicomiso (...)"***. Seguidamente dice que *"El Administrador será responsable por los reclamos que se generen relacionados con empresas tercerizadas,* ***solamente cuando*** *éstas se hayan iniciado por incumplimiento del Administrador de alguna de las obligaciones de control de contratistas establecidas en el Plan de Negocios"*. La norma contractual tiene especial relevancia en el contexto de la denominada ley de tercerizaciones en el ámbito laboral N° 18.251, máxime en el rubro de la forestación donde el trabajo está fuertemente segmentado en sus diversas etapas y del importante nivel de accidentes que se registran. Si bien la cláusula establece el criterio que ya dispone la ley mencionada, habida cuenta que será el Administrador y no el Fiduciario quien se encargue de las respectivas contrataciones, resultaba conveniente el pacto expreso, ya que según quien incumpla las obligaciones de contralor determinará el régimen de responsabilidad y el patrimonio llamado a responder en definitiva.

La cláusula 10, es novedosa en tanto establece una evaluación anual de estándares mínimos de desempeño por parte del Administrador sobre la ejecución temporal de los contratos para la tenencia de la tierra, para la plantación, el prendimiento y el denominado IMA (incremento medio anual). Al final se lee: *"El incumplimiento de cualquiera de estos estándares, será causa suficiente para que los Titulares por Mayoría Especial de Titulares resuelvan el cese del Administrador en sus funciones".*

La cláusula 11 nos ubica en el otro elenco de la delegación, a saber: *"la administración de los bienes fideicomitidos"*, lo cual guarda una lógica relación de medio a fin con lo anterior. Expresa: *"Todos los desembolsos a ser efectuados por el Fiduciario a efectos del cumplimiento del Plan de Negocios deberán ser previamente solicitados y justificados por el Administrador".* A cuyos efectos el Fiduciario *"transferirá a la Cuenta Operativa dentro del plazo de 2 Días Hábiles de recibida la solicitud escrita por el Administrador, con fondos mantenidos en la Cuenta Recaudadora, los fondos que surjan del Presupuesto anual preparado por el Administrador".* Con estas pautas queda delimitada con precisión **la distribución entre Fiduciario y Administrador en cuanto a la disponibilidad de los fondos del fideicomiso**. Recordemos que la Cuenta Recaudadora es aquella abierta por el Fiduciario *"donde se recibirán y depositarán* ***todos los ingresos*** *del Fideicomiso, incluyendo los fondos provenientes de la emisión de Valores"*. En cambio, la Cuenta Operativa, si bien su titular será el Fiduciario, será *"****operada por el Administrador,*** *según poder otorgado por el Fiduciario, en la cual se depositarán los fondos necesarios para hacer frente a todos los* ***gastos operativos*** *del Fideicomiso".*

Por su parte la cláusula 13 desglosa con mayor precisión que su antecedente, las causales de revocación (con justa causa) del Administrador e incluso establece un mecanismo de remoción aún sin justa causa (13.2) abonando la indemnización allí pactada.

Finalmente la cláusula 15 referida al Conflicto de Intereses, duplica las previsiones en relación a la estructura anterior, con lo cual se extrema positivamente el celo en evitar cualquier cuestionamiento a la independencia de los compromisos asumidos en esta estructura.

Entendemos que el contrato establece pautas precisas y al alcance de los Titulares para el debido contralor de la marcha regular del negocio de marras, según se desarrolla a continuación.

b. Actuación de los Titulares.

Una de las particularidades más relevantes de la estructura analizada dice relación con la posición jurídica que asume quien invierte en los títulos emitidos por el fideicomiso, por cuanto se trata de certificados de participación, que otorgan un derecho de crédito condicionado al resultado económico del emprendimiento, de forma tal que se terminan compartiendo los riesgos de la actividad productiva, la que por otra parte no se desarrolla directamente por el Fiduciario, sino que éste delega su ejecución en la figura del Administrador, cuya actuación, por otra parte, no se encuentra reglada por las normas que

regulan al fideicomiso financiero, sino que el estatuto que regula su actuación surge esencialmente de las previsiones contractuales.

En este marco de riesgo compartido y delegación de la actividad productiva en un Administrador ajeno a la estructura legal del fideicomiso, cobran particular relevancia las prerrogativas que el contrato de fideicomiso otorga a los titulares de los certificados emitidos, a los efectos de ejercer su poder-deber de contralor del proceso de ejecución del plan de negocios, el cual se canalizará a través de su participación en las Asambleas de Titulares y a través del Comité de Vigilancia.

Asambleas de titulares

El foro natural de actuación de los inversores es la Asamblea de Titulares (art. 31), a los que se otorga la potestad de requerir a la Entidad Representante (BEVSA) que la convoque en un plazo máximo de 60 días, siempre que representen al menos el 20% del valor nominal de los valores emitidos. La misma también puede ser convocada a requerimiento de la Fiduciaria o a instancia de la propia Entidad Representante, la cual en todos los casos presidirá la Asamblea.
El quórum de asistencia para que la Asamblea sesione válidamente será la presencia (por sí o por representante) de Titulares que representen el mismo o mayor porcentaje del valor nominal de los valores que corresponda a la mayoría requerida según la decisión que se propone. No se consideran a los efectos de la determinación del quórum o las mayorías, los certificados adquiridos por los accionistas del Fiduciario, empresas o personas vinculadas, controlantes o controladas. Para el caso que el orden del día incluya la determinación de incumplimientos del Administrador, iniciar acciones legales contra el mismo o su remoción, tampoco se considerarán a los efectos de completar el quórum ni de adoptar decisión los Certificados de Participación que sean propiedad del Administrador o de Personas Vinculadas al mismo.

Para tener derecho a voto en las Asambleas los titulares deben estar registrados como tales ante el Fiduciario en su calidad de Entidad Registrante. Cada certificado otorga derecho a un voto.

Si bien el principio es que la Asamblea resuelve por el voto conforme de al menos dos titulares cuyos valores representen en conjunto un valor nominal superior al 50% de los valores emitidos (*Mayoría Absoluta de Titulares*) hay ciertas decisiones que por su trascendencia únicamente pueden adoptarse por el voto conforme de al menos dos Titulares que representen en forma conjunta un valor nominal superior al 75% del capital adeudado al momento de la resolución (*Mayoría Especia de Titulares*). Estas son: modificar las condiciones de la emisión de los valores; determinar la forma de enajenación de los bienes del patrimonio fiduciario, designar la persona encargada de tal fin, la extinción del Fideicomiso en caso de insuficiencia patrimonial, aprobar, a partir del quinto año, la venta anticipada de todo o parte de los Activos, siempre que se den las condiciones previstas en el literal e) del art. 31.4, aprobar cambios al Plan de Negocios a propuesta del Administrador, aprobar la prórroga de la venta de los Activos al final del proyecto forestal por hasta un plazo

de 3 años, la sustitución de la entidad representante, la sustitución del fiduciario en cualquiera de las hipótesis previstas por el art. 30 y la remoción del Administrador en los casos previstos por el art. 13. Además la decisión que se comentó en el capítulo anterior.

En todo lo que viene de decirse son de aplicación los artículos 48, 49, 345, 346, 347 y relacionados de la Ley de Sociedades Comerciales Nº 16.060, artículo 3.5 de la Recopilación de Normas del Mercado de Valores (RNMV – BCU) y naturalmente lo dispuesto por el artículo 32 de la Ley 17.703.

Comité de Vigilancia

El art. 32 del contrato prevé la creación de un Comité de Vigilancia integrado por hasta tres miembros, designados en Asamblea por Mayoría Absoluta de Titulares y cuyas atribuciones se relacionan con el control de la gestión del Administrador y del Fiduciario, en relación al cumplimiento del contrato de fideicomiso, el plan de negocios y el prospecto informativo, para lo cual cuenta con amplias facultades de inspección, revisión, consulta, debiendo verificar que la información brindada a los titulares sea suficiente, veraz y oportuna.
Sin perjuicio de las referidas competencias de contralor, cuenta este órgano con la facultad de aprobar las compras y arrendamientos de tierras, a cuyos efectos el Administrador deberá remitirle copia de toda la información relacionada con el negocio proyectado (art. 9 y 15 del contrato).

También es de su competencia autorizar la utilización de fondos adicionales cuándo superen el 20% del presupuesto previsto para cada año, a los efectos de afrontar gastos extraordinarios, según se establece en la cláusula 11.
Le corresponde además la designación del técnico que realizará la auditoría operativa de cumplimiento de estándares mínimos de gestión y las metas establecidas la cláusula 10, así como de los valuadores que anualmente realizarán la valuación de los inmuebles y bosques del Fideicomiso, informando trimestralmente sobre las tareas de fiscalización y control realizadas a los titulares y al fiduciario.

c. Autorizaciones Previas.

En primer lugar tenemos las autorizaciones que ordena la Ley 18.092 y su Decreto reglamentario N° 225/007, en cuanto establece que podrán ser titulares del derecho de propiedad sobre inmuebles rurales y explotaciones agropecuarias, los fiduciarios de fideicomisos financieros comprendidos en la Ley 17.703 siempre que su capital está representado *mayoritariamente* por títulos que se hayan integrado a través del mecanismo de *oferta pública* en la bolsa de valores. La autorización la otorga el Poder Ejecutivo que en cada caso indicará los inmuebles que se autorizan al efecto y deberá autorizar específicamente cada aumento de superficie de tenencia o cuando se sustituyan inmuebles.

Por su parte y en forma simultánea, el proyecto forestal deberá ser presentado ante la Dirección Forestal del MGAP a efectos de su aprobación y la concesión de los beneficios fiscales. La duración de este proceso se estima en 3 meses.

Finalmente y por tratarse de un emprendimiento forestal nuevo y mayor a 100 hectáreas, según las disposiciones del Decreto N° 349/005, el proyecto requiere Autorización Ambiental Previa que es otorgada por la Dirección Nacional de Medio Ambiente (DINAMA) en la órbita del MVOTMA.

Todas estas autorizaciones están pautadas como causales de extinción del Fideicomiso en la cláusula 22. Se trata de verdaderas condiciones resolutorias. Los incisos finales dicen: *"Asimismo, el Fideicomiso se extinguirá, previa resolución de una Mayoría Especial de Titulares, en caso que: **(i)** no se obtenga la autorización para la compra de campos de acuerdo a la ley 18.092 en el plazo de un año de presentada la solicitud correspondiente; o **(ii)** no se obtenga autorización para plantar de parte del MGAP y de DINAMA en el plazo de tres años de realizada la Emisión. Ocurrida la extinción del Fideicomiso, el Fiduciario procederá a la liquidación del Fideicomiso, elaborando un balance final de liquidación a tales efectos".*

Resulta evidente que, si dichas autorizaciones se solicitan a partir de la emisión proyectada, la negativa en los plazos pactados implica necesariamente la extinción y liquidación del contrato, correspondiendo la devolución de los fondos existentes a los Fideicomitentes.
Ahora bien, en función de la experiencia del anterior fideicomiso (Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay), que estaba sujeta a las mismas condicionantes, cabe señalar que las autorizaciones fueron otorgadas y nada hace sugerir en términos razonables que no acontezca lo propio en el presente caso.

IV – Apuntes finales sobre el fideicomiso.

La estructura convencional cumple con los requisitos legales de constitución formal, individualización y publicidad de la propiedad fiduciaria así como la oponibilidad (artículos 2, 6 y 17 de la ley 17.703) y se previene su presentación al Banco Central del Uruguay a los efectos de lo previsto por el artículo 12 del Decreto Reglamentario 516/003.
Los certificados de participación son escriturales, de oferta pública y se prevé su cotización bursátil. Según los artículos 25 y 27 de la Ley 17.703, los títulos de deuda son títulos valores, por lo que rige en lo pertinente el Decreto Ley 14.701, según remisión expresa de las normas precitadas. Dentro de este marco normativo general son de aplicación las pautas de la Ley 17.703 sobre rendición de cuentas que recae sobre todo fiduciario (art. 18).

En cuanto a la responsabilidad de las partes en el contrato de fideicomiso, la misma se rige por los principios generales y en particular el Fiduciario deberá cumplir con el estándar del buen hombre de negocios que prescribe el artículo 16 de la ley. Se trata de una responsabilidad subjetiva al decir: *"Si faltare a sus obligaciones será responsable frente al fideicomitente y al beneficiario, por los daños y perjuicios que resultares de su acción u omisión"*. A continuación aclara que en ningún caso podrá exonerarse de responsabilidad al fiduciario *"por los daños provocados por su dolo o culpa grave..."*. El contrato de fideicomiso que nos convoque contempla esta limitación de responsabilidad.

Por su parte, resultan de aplicación las normas de la Ley Nº 18.627 que prevén la intervención de una Entidad Registrante (en la especie EF AM), quien será responsable de llevar el Registro de Valores Escriturales, efectuando las pertinentes anotaciones en cuenta de sus respectivos titulares. Por su parte, BEVSA será la Entidad Representante de los Titulares de acuerdo a lo establecido en el artículo 73 de la ley 18.627 y del Contrato de Entidad Representante anexado en el Prospecto.

En conclusión y contemplando todos los aspectos involucrados, el negocio fiduciario cuenta con un razonable grado de cobertura, no advirtiendo riesgos sustanciales asociados a contingencias jurídicas en el proceso de emisión.

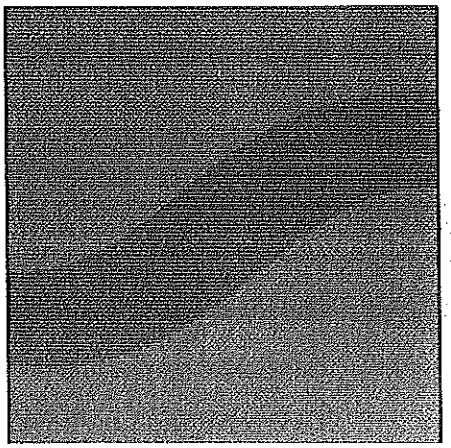
Montevideo, 3 de noviembre de 2014.-

Dr. Leandro Rama

Dr. Jorge De Ávila

ANEXO II

INFORME SOBRE EL MERCADO DE LA MADERA



EL SECTOR FORESTAL

Setiembre 2014

PREPARADO POR

Mayid Sáder Neffa

PREPARADO PARA

CARE Calificadora de Riesgo SRL

Índice

Resumen Ejecutivo 3
1.1 Comercio internacional y demanda de productos forestales 5
Madera en Rolo 6
Madera para Aserrado 6
Tableros de Madera 7
Fibras 7
Papel y Cartón 7
Combustible de Madera 7
3. Mercado Regional y Local 8
2.1 Mercado Regional 8
2.1 Mercado Doméstico 8
3.2 Proyecciones de demanda y de precios de madera en pie 10
6. Conclusiones 12
Referencias Bibliográficas 14

Resumen Ejecutivo

En el presenta estudio se abordarán los principales determinantes del mercado global de la madera.

En la primera sección se describirá la situación actual del stock mundial y de la oferta de madera con destino industrial.

En la segunda sección se describirá el comercio internacional de productos de madera sólida

En la tercera sección se analizarán diferentes estudios académicos que pronostican la oferta, la demanda y los precios de la madera para diferentes horizontes temporales.

En la cuarta sección se presentarán las conclusiones del informe.

1. INTRODUCCIÓN

El precio de la madera, como el de todo bien primario, depende de las demandas derivados de los bienes que se producen a partir de este. También operan distintos tipos de factores, como lo son las expectativas de oferta y demanda sectorial, las medidas de política pública ambiental (que restringen la oferta), las medidas de política pública monetaria que afecta la formación de los precios, entre otras.

De esta forma, para abordar un análisis exhaustivo del precio de la madera es necesario estudiar el mercado en cuestión, tanto es lo respectivo al mercado internacional, el regional y el doméstico. También es necesario conocer las expectativas entorno a las políticas monetarias globales, las políticas ambientales y al avance técnico. Esto último es de vital importancia debido a que mejora la productividad y afecta la formación de los precios.

2. CONTEXTO INTERNACIONAL

Las plantaciones forestales constituyen un poco más del ocho por ciento del área global forestal en el planeta, ocupando 300 millones de hectáreas. Si bien es un bajo porcentaje del stock global, se ha evidenciado un crecimiento sostenido año tras año. Asimismo, estas plantaciones contribuyen, en una altísima proporción, a la elaboración industrial de bienes y servicios que utilizan la madera como insumo de producción. Se estima que alrededor de 200 millones de hectáreas son producidas para un posterior uso industrial.

Un pequeño grupo de países representa la mayor parte de la superficie forestada en el mundo. China, Estados Unidos, Rusia, India y Japón representan alrededor del 70% de los recursos forestales mundiales. Solamente 18 países superan el millón de hectáreas de plantaciones forestales. Los recursos forestales situados en zonas tropicales o subtropicales constituyen cerca de la mitad del stock mundial con plantaciones de eucalyptus y pinos.

Probablemente la nueva oferta de madera a nivel mundial provenga de bosques maderables tropicales y subtropicales donde los retornos son más altos dada la existencia de tierra y a un precio relativamente bajo, clima más productivo y menores costos. Las zonas son, América Central, norte de los Andes, Brasil, algunas localidades de Europa del Este, África y Asia. Asimismo, no se descarta que el avance tecnológico mantenga la tendencia histórica donde los aumentos en la productividad han crecido constantemente en los últimos 30 años.

La demanda de productos forestales se compone de alrededor de 3500 millones de metros cúbicos. Los mismos se descomponen en 1000 millones procesados por la industria de aserrado y debobinado, 1800 millones de madera que se destinan al consumo energético, 500 millones de metros cúbicos tiene como destino la pulpa de papel y 200 millones de metros cúbicos que se destinan a otros usos.

Asimismo se evidencian otros factores que han comenzado a modificar la demanda derivada de productos forestales. Estos refieren al uso alternativo de la madera como insumos para los biocombustibles así como su uso para mitigar el cambo climático en el

planeta. El primero de los factores refiere a las intervenciones de política pública de algunos países para estimular el desarrollo de los biocombustibles con el creciente uso de biomasa como fuente energética. El segundo factor refiere a las políticas públicas para la mitigación del cambio climático, protegiendo los bosques nativos y limitando la oferta potencial de madera. Estas dos alternativas de uso de la madera, le abren diferentes demandas derivadas al recurso natural y afectan decisivamente los pronósticos de precio.

En los últimos 30 años, inversores institucionales, inversores privados y gobiernos han puesto el acento en la producción forestal como una atractiva opción de inversión con buenos réditos económicos, una baja correlación con activos financieros tradicionales y fuertes externalidades ambientales. En Estados Unidos, alrededor del 20% del área de los bosques está en manos de fondos de pensión y empresas. Antiguamente los activos forestales, pertenecían, en su gran mayoría a las empresas que forestales. La tendencia actual, es que los activos forestales garanticen inversiones en activos financieros. En consonancia con lo anteriormente expuesto, los fondos de inversión inmobiliarios y administradoras forestales han adquirido en los últimos años, una gran cantidad de bosques que antiguamente pertenecían a las empresas forestales.

En la actualidad, muchas de las principales empresas forestales a nivel mundial, así como los principales fondos de inversión, se han acercado a la región en general (MERCOSUR) y al Uruguay en particular.

1.1 Comercio internacional y demanda de productos forestales

El mercado de la madera se puede subdividir en dos grupos; el mercado de la madera blanda o conífera y el mercado de la madera dura o latifoliada. Los principales exportadores son EE.UU, Canadá, Rusia, Suecia, Finlandia, Malasia e Indonesia. En el caso de las maderas coníferas se Canadá, primer exportador del mundo con 320 millones de hectáreas de bosques de coníferas; EE.UU.; Escandinavia; Finlandia y Rusia. Nueva Zelandia y Chile están cobrando importancia pero sus reservas madereras, constituidas por plantaciones, son limitadas frente a las enormes superficies boscosas de los países mencionados. En latifoliadas se destacan Brasil, con especies provenientes de maderas amazónicas; Estados Unidos, con aproximadamente 100 millones de hectáreas de bosques nativos; Indonesia, Malasia y Rusia.

En lo que refiere a los centros de demanda mundial:

a) la Unión Europea, es un importante centro de demanda de maderas aserradas, tableros contrachapados de coníferas de calidad para la construcción y aberturas
b) el Reino Unido es un importador de maderas coníferas para la construcción
c) Asia/Pacífico; los centros que se destacan actualmente son Singapur, Tailandia y China. Este último, tiene una perspectiva creciente de demanda y se proyecta una demanda de importaciones creciente debido a que sus recursos forestales son limitados así como sus tierras.

Desde el punto de vista de la demanda cabe señalar que la industria de la construcción es el principal mercado, representando el 80% del consumo de madera aserrada y productos de madera sólida de coníferas, ya que son el principal material de construcción. Las latifoleadas se vinculan estrechamente al sector de la construcción a través de la producción de pisos, revestimientos y molduras decorativas. Debido al estrecho vínculo existente entre la

demanda de productos forestales y el sector de la construcción; es necesario detenerse en el comportamiento de la economía en general y en particular son relevantes la evolución de las siguientes variables:

- el costo de la tasa de interés de las hipotecas a 30 años
- el nivel de los salarios
- el nivel de empleo
- el efecto riqueza (valorización de activos financieros y reales)

El aumento del costo de la mano de obra en el sector construcción genera un incremento de la demanda de productos forestales con destino a dicho sector, en especial en el segmento de las molduras, piezas estructurales y cortes especiales.

A continuación, se describirán los elementos esenciales que comprenden el ecosistema internacional del mercado de la madera. Se analizará el mercado de la madera en rolo[1], de la madera aserrada[2], de los tableros de madera[3], de las fibras[4], del papel y cartón[5] y de los combustibles de madera[6].

Madera en Rolo

Según la FAO, en 2013 la producción mundial de madera en rolo ascendió aproximadamente a 1700 millones de metros cúbicos, experimentando un incremento del 2%. La mayoría de la recuperación de la producción (post crisis financiera del 2008-2009) ha ocurrido en dos regiones: Asia-Pacífico y América Latina y el Caribe. La producción en las otras tres regiones se ha mantenido en una meseta en los últimos 5 años. Europa (incluyendo la Federación de Rusia) representa el 30 % (520 millones de m^3); América del Norte con 28 % (480 millones de m^3), Asia Pacífico con 23% (400 millones de m^3); América Latina y el Caribe con 14% (230 millones de m^3); y África con el 4% (70 millones de m^3).

El comercio mundial de madera en rolo ascendió a 120 millones de m^3 en 2013 (7% de la producción).

Madera para Aserrado

La producción mundial de madera aserrada se encuentra en aproximadamente 420 millones de metros cúbicos según cifras de la FAO. Al igual que la mayoría de los productos derivados de la madera, evidenció una disminución en 2008 – 2009 y se ha mantenido una senda de

[1] La madera en rolo es utilizada para cualquier propósito menos para energía. Consta de: madera para pulpa; trozas, aserrar y

[2] La madera aserrada incluye tablones, vigas, tablas, listones, traviesas, etc. que excedan 5 mm de grueso. Incluye madera aserrada cepillada, no cepillada, ranurada, biselada, collares, etc., se excluyen suelos de madera.

[3] Los tableros de madera constan de los siguientes cuatro productos: hojas de chapa, madera terciada, tableros de partículas y tableros de fibra.

[4] Las fibras incluyen papel recuperado (papel de desecho), pulpa de otras fibras y la pulpa de madera utilizada para hacer el papel. Este último incluye pulpa de madera mecánica, química y semiquímica).

[5] Papel y cartón incluye: papel para periódicos, papeles para imprenta y escribir y otros tipos de papel y cartón.

[6] El combustible de madera es la madera en rolo que se utiliza como combustible para diferentes propósitos como para cocinar, calefacción o para la producción de energía eléctrica y que incluye la madera que se utiliza para hacer carbón vegetal.

recuperación desde aquel año. Europa, América del Norte y Asia representan aproximadamente el 90% de la producción mundial de este derivado.

El comercio mundial de madera aserrada representa el 30% de la producción. A diferencia de la madera en rolos, esta exhibe un mayor dinamismo del comercio exterior.

China y Estados Unidos son los principales productores del mundo y también son los dos principales consumidores de madera aserrada. Desde hace un par de años, China se ha establecido como la primera consumidora (e importadora), dejando atrás a los Estados Unidos. Los otros tres consumidores principales de madera aserrada en el mundo son Brasil, Alemania y Canadá, con un consumo estable en los últimos años.

Tableros de Madera

La producción mundial de tableros de madera es de aproximadamente 320 millones de metros cúbicos y es la única categoría de productos de la madera que evitó la contracción en 2009 y su producción ha estado creciendo sostenidamente desde 2008. Esto se debe principalmente al crecimiento rápido y constante en las regiones de Asia–Pacífico y América Latina y el Caribe.

El comercio de Tableros es similar al de madera aserrada, representando un 25% de la producción mundial. En este producto, los principales consumidores e importadores son los países desarrollados. Con Estados Unidos con el 21%, seguido por Alemania, Japón, Canadá y Reino Unido.

Fibras

La producción mundial de fibras es de aproximadamente 400 millones de toneladas métricas. Tiene una distribución geográfica de producción similar al de la madera aserrada. Asia, Estados Unidos y Europa representan el 91% de la producción y del consumo.

El comercio internacional de fibras es similar al resto, representando un cuarto de la producción mundial.

Papel y Cartón

La producción de papel y cartón se sitúa en aproximadamente 400 millones de toneladas según datos de la FAO. El 50% se produce en los países de Asía - Pacífico, el 45% se produce en los Estados Unidos y Europa y únicamente el 4% se produce en América Latina.
Con respecto al comercio internacional, cerca de una cuarta parte de la producción se exporta. EL 50% de las exportaciones son realizadas por Estados Unidos, Alemania, Finlandia, Suecia y Canadá. El consumo también está concentrado en pocos países, 4 de ellos coinciden con los mayores exportadores (Estados Unidos, Alemania, Finlandia y Canadá) y la India.

Combustible de Madera

La producción de combustible de madera es de aproximadamente 1900 millones de metros cúbicos. La distribución geográfica de la producción es diferente a las demás producciones de base madera. La región de Asia-Pacífico es el mayor productor de combustible de madera y representa el 41 % de la producción mundial (762 millones de m^3). África ocupó el segundo lugar con una cuota del 34 % (644 millones de m^3), seguida por América Latina y el Caribe (15 %), Europa (7 %) y América del Norte (2 %).

3. Mercado Regional y Local

2.1 Mercado Regional

América Latina representa un 5% de la superficie forestal plantada del mundo, con 12,5 millones de hectáreas de bosques plantados. Brasil, Argentina, Chile y Uruguay poseen el 78% de los bosques plantados de la región. Este escenario se ha desarrollado, en muchos casos, apoyado, desde la política pública, impulsado al sector privado a invertir en esta actividad. El apoyo de los gobiernos se realizó a través de excenciones tributarias, incentivos financieros (reembolso de costos, préstamos con interés reducido, etc.) y subsidios. Las altas tasas de productividad y el entorno favorable han atraído inversiones de productores de pasta y papel regionales y mundiales y, recientemente, de inversiones norteamericanas, incluidos los fondos de inversión forestal (FIF).

Se espera que la nueva oferta de madera provenga de esta región por las condiciones climáticas y de suelo que le dan sustento a buenos índices de productividad así como bajos costos de acceso a la tierra y la mano de obra.

En consonancia con lo anteriormente expuesto, las organizaciones internacionales de gestión de inversiones forestales han desembarcado en la región con importantes proyectos de inversión. Tienen como responsabilidades principales encontrar, analizar, estructurar, adquirir y gestionar activos forestales para sus clientes. En 2008 existían unas 30 organizaciones de este tipo en Estados Unidos, con activos por más de US$ 30 billones en 2007, de los cuales cerca del 5% se encontraban en América del Sur . No obstante, en esta región el crecimiento reciente ha sido muy fuerte por los factores mencionados anteriormente y por las reducidas oportunidades de inversión forestal en el Hemisferio norte y retornos decrecientes de las inversiones forestales en Estados Unidos.

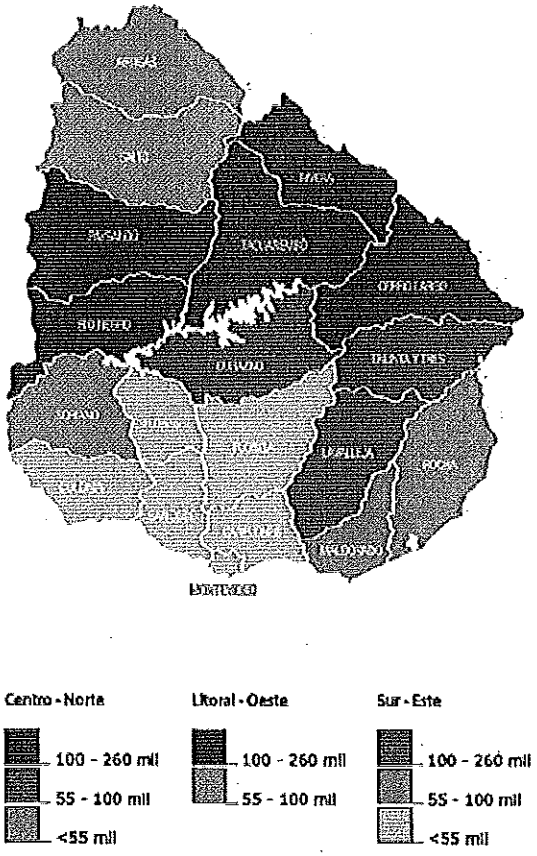
2.1 Mercado Doméstico

Según data el Censo General Agropecuario (en adelante CGA), las plantaciones forestales alcanzaban 1.071.374 hectáreas, aproximadamente un 6,5% de la superficie del país.

La actividad forestal ha crecido año tras año en los últimos 27 años multiplicándose por 30 la superficie plantada. Según datos recabados de informantes calificados, el área forestada estimada para el presente año (2014) sería aproximadamente de 1,3 millones de hectáreas. El área declarada de aptitud forestal por el MGAP es de aproximadamente 4 millones de hectáreas (23% del área agropecuaria del país).

La distancia a las vías de comunicación, el tipo de suelo y el clima configuran diferentes ecosistemas que tienen incidencia en las características, especies y productividad de las plantaciones forestales. Esto subdivide al país en tres regiones según el MGAP: (a) la región Centro – Norte con la mayor área forestada (46% del área plantada), evidencia mayores heladas en invierno y temperaturas elevadas en el verano, suelos arenosos y la especie más eficiente es el Eucalyptus Grandis y el Pino; (b) la región Sur-Este se caracteriza por la influencia marítima que evita la existencia de temperaturas extremas y la cercanía al puerto, la especie más eficiente es el Eucalyptus Globulus; y (c) la región Sur-Oeste se caracteriza por tener especies de la familia salicáceas, presencia de heladas y suelos francoarenosos y arenosos.

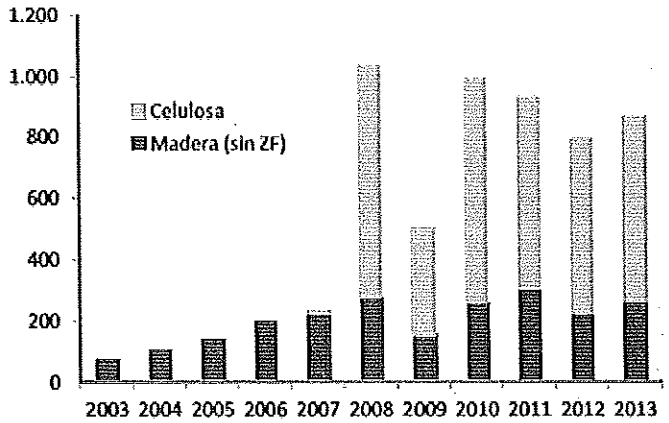
Gráfica 1. Hectáreas Forestadas por Región



Fuente: MGAP

Las exportaciones del sector forestal evidenciaron un importante dinamismo en los últimos años. Este incremento fue liderado por la instalación de la planta de celulosa de UPM que introdujo un cambio cuantitativo y cualitativos en las exportaciones del sector desde 2008.

Gráfico 2. Exportaciones uruguayas del sector forestal
Millones de dólares



En 2013 las exportaciones del sector forestal ascendieron aproximadamenta a 1100 millones de dólares, representando el 10% del valor de las exportaciones totales.

Las principales empresas exportadoras fueron UPM con el 63%, Wierhouser (6%), FANAPEL (4%) y el restante 37% está atomizado en más de 12 empresas.

3.2 Proyecciones de demanda y de precios de madera en pie

Con el objetivo de contrasta los supuestos de precios del Fideicomiso, se estudiaron los principales artículos académicos que proyectan con un horizonte temporal de largo plazo la evolución del sector forestal en el mundo. Dichos artículos fueron publicados por instituciones académicas, la FAO y el Banco Mundial y proyectan la demanda y los precios de la madera para las próximas décadas. Se relevaron documentos que sustentan sus pronósticos en técnicas cuantitativas como cualitativas. El Cuadro XXX presenta, a modo de síntesis, las principales tendencias que describe cada una de las citas bibliográficas analizadas. Los autores estudiados fueron: Sohngen, Mendelsohn y Sedjo, Zhu, tomberlin y Buongiorno, Clark, Leslie y Morell, el Banco Mundial y la FAO.

En el Cuadro 1 se describen los diferentes pronósticos, sus fuentes y su metodología. Vale la pena tener en cuenta que ninguna técnica contempla escenarios de mayor demanda de bosques por criterios de sostenibilidad del medio ambiente ni por la demanda derivada de los biocombustibles. En cuanto a los modelos de oferta, la mayoría de los documentos no introduce en los modelos de proyección, incrementos en la productividad producto del cambio técnico y la introducción de conociendo en la producción. Es por este motivo, que estas proyecciones deben considerarse una hipótesis de mínima en lo que respecta a la demanda y oferta esperada de madera así como su precio. Asimismo, en dichas proyecciones no se contemplan factores como un incremento en las regulaciones ambientales más estrictas que excluirán áreas forestadas, en particular los bosques nativos ni el aumento sostenido en el uso de energías renovables y a partir de biomasas forestales.

Autores	Metodología y horizonte temporal de las predicciones	Estimaciones de Precios
Richard Haynes	Modelo Estructural. Toma datos de Usa desde 1952 y proyecta hasta el año 2050	1% de incremento real para madera dura e incrementos

		cercanos a cero para madera blanda
Sohngen, Mendelsohn y Sedjo	Modelo Global, cuantitativo y dinámico de la oferta y demanda de madera. Proyecciones hasta 2135.	El precio real de la madera crecerá en todos los escenarios estudiados (media de 0.4%). En los primeros 40 años, el crecimiento será de 1.2%.
World Bank	Modelo y método no mencionado. Proyecciones hasta 2015.	Crecimiento del Precio a una tasa de 1.8% real.
Zhu, tomberlin y Buongiorno	Modelo Global, cuantitativo y dinámico de la oferta y demanda de madera.	Crecimiento nulo en productos elaborados en base a maderas coníferas y 0.8% de crecimiento en productos en base a madera latifoleada.
Clark	Modelo cualitativo y descriptivo	Caída del precio de la madera en general, en términos reales
Leslie	Modelo cualitativo y descriptivo	Precios estables, con algunas caídas
Morell	Estimación en base a la metodología Delphi (cualitativa). En base a la opinión de 12 Informantes calificados.	Precio de madera sólida con incrementos y caídas en el precio de la madera para pulpa.

Siguiendo el órden del cuadro superior se describirá la bibliografía citada.
El primer artículo "An analysis of Timber Situation in the United Estates" describe un horizonte de proyección hasta el año 2015 y estima crecimientos reales (modestos) en todos los productos forestales.

El artículo publicado por la Universidad de Oxford (Forest Managment, conservation and global timber markets) pronostica cuatro escenarios de demanda y niveles de precios de la madera en pie con un horizonte temporal que concluye en el año 2135. La metodología utilizada es cuantitativa, con un modelo forestal global y dinámico. Los cuatro escenarios se tipifican en; (a) alta demanda, (b) baja tasa de nuevas plantaciones, (c) escenario de base y (d) bajos costos de acceso. El escenario de base supone un incremento de la demanda en un 1% anual y el escenario de mayor demanda supone un incremento de la demanda de aproximadamente un 1,5% anual. Se pronostica que las nuevas plantaciones se situarán en

las zonas de clima templado y subtropical por tener la combinación de bajos costos y alta productividad de los bosques. El incremento en los precios dado estos supuestos estaría en el orden del 0.43% anual. En los primeros años de proyección, la tasa de incremento del precio se sitúa en el orden del 1.2%.

Un segundo artículo, publicado por la FAO utiliza una metodología cualitativa utilizando la opinión de 12 expertos en el sector forestal. Este artículo concluye que se espera que los precios no tengan variaciones en términos reales y hasta podrían disminuir (siempre en términos reales). No menciona tasas de variación en los precios. Destaca que existirían aumentos en los precios de las maderas con destino a la industria de aserrado y disminuciones en los precios de las maderas con destino a la industria del papel.

El Banco Mundial, en su informe ("Global Economic Prospects and the developing countries" 2002) pronostica un incremento sostenido de 1.8% de incremento anual en el precio de la madera.

Zhu, Tomberlin y Buongiorno pronostican un incremento medio anual en todos los productos forestales. Para la madera aserrada se espera un incremento en el precio de 1% anual, para tableros y enchapados se espera un incremento del precio de un 0.8% y derivados del papel 0%. La metodología es similar a la utilizada en el artículo de la Universidad de Oxford.

Jim Carle y Meter Holmgren pronostican la oferta de madera con horizontes temporales de mediano y largo plazo. El mediano plazo responde al horizonte temporal 2030 y el largo plazo 2105. Esta oferta la proyectan por región y por tipo de bosque (Acacia, Eucalyptus, Pino, etc.). Para 2105 se proyectan tres escenarios, la mayor proyección de oferta es de 9 billones de metros cúbicos por año y la proyección más moderada responde a una oferta de 2.5 billones de metros cúbicos por año.

De la revisión bibliográfica se puede concluir que la mayoría de los trabajos pronostica aumentos reales en el precio de la madera, en especial de las maderas con destino a la producción de madera aserrada. Si bien algunos trabajos tienen proyecciones de crecimiento más modestas, estos no introducen en dichas proyecciones los factores como un incremento en las regulaciones ambientales haciendo más estricto el uso de la tierra que excluirán áreas forestadas, en particular los bosques nativos ni el aumento sostenido en el uso de energías renovables y a partir de biomasas forestales.

Se podría concluir que las proyecciones de precios realizadas por el Fideicomiso no pareces ser diferentes a las realizadas por instituciones académicas ni organismo internacionales.

6. Conclusiones

El sector forestal ha exhibido un importante dinamismo tanto en los países desarrollados como los emergentes. Presenta importantes desafíos para los próximos años donde el aprovisionamiento de la materia prima será estratégico para las empresas del sector. Las políticas medioambientales que protegen los bosques nativos, las regulaciones en lo referente al trabajo sectorial, las nuevas demandas derivadas como lo son el uso para bio combustibles son algunos de los factores que incidirán en el futuro del sector a nivel global.

En lo que respecto al Uruguay, es un sector que se ha multiplicado por 30 en los últimos 30 años. Pasó a ser un referente del comercio internacional del país así como de la inversión extranjera directa.

La demanda y los precios de los productos forestales se presenta firme y se proyecta creciente, según la revisión bibliográfica citada.

Referencias Bibliográficas

Haynes, W. R. 2002); An Analysis of the Timber Situation in the United States: 1952 to 2050 U.S. Department of Agriculture, Forest Service

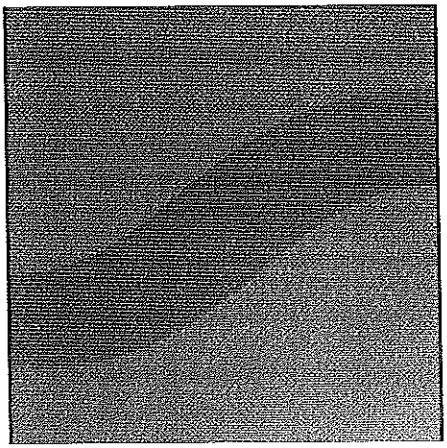
FAO. The global outlook for future wood supply from forest plantations

ANU Forestry Market Report.

Censo Genera Agropecuario. Ministerio de Ganadería Agricultura y Pesca.

ANEXO III

INFORME SOBRE EL MERCADO DE LA TIERRA



PRECIO DE LA TIERRA

TIERRA DE USO AGROPECUARIO EN URUGUAY

Setiembre 2014

PREPARADO POR

Mayid Sáder Neffa

PREPARADO PARA

CARE Calificadora de Riesgo SRL

Índice

Resumen Ejecutivo 3
Activos Inmobiliarios 4
1. Formación de precios de los activos inmobiliarios 4
2. Contexto Externo 5
2.1 Contexto Macromonetario 5
2.2 Crecimiento del ingreso, demográfico y de la urbanización 6
2.3 Demanda de Biocarburantes 7
Tierra de uso agropecuario 10
3. La oferta, la demanda y la formación del precio. 10
3.1 La Oferta 10
3.2 La Demanda 10
4. El cambio técnico y la innovación 12
5. Determinantes del precio en Uruguay 13
5.1. Comportamiento del precio de la tierra y sus determinantes 17
6. Conclusiones 19
Referencias Bibliográficas 21

Resumen Ejecutivo

En el presente estudio se abordarán los principales determinantes del precio de la tierra. Se realizará una descripción general de la formación de precios de los activos inmobiliarios en general y de la tierra de uso agropecuarios en particular. También se presentará una revisión bibliográfica de trabajos internacionales que han estudiado la formación de precios de este activo.

El estudio se compone de cinco capítulos.

El primero de ellos describe factores comunes que explican la demanda de los activos inmobiliarios.

El segundo describirá cómo afectan los cambios "macro" en la formación del precio de este activo. El contenido "macro" refiere al contexto macroeconómico y macromonetario, el crecimiento demográfico y la urbanización así como la aparición de la producción de biocombustibles o biocarburantes.

En el tercer capítulo se presenta información sobre la oferta, la demanda y la formación del precio de la tierra de uso agropecuario.

El capítulo cuarto detalla de qué manera afecta al precio de la tierra la innovación y el cambio técnico.

El capítulo cinco aborda los principales drivers de la demanda y la formación del precio de la tierra en Uruguay.

Por último, en el capítulo 6 se describen las principales conclusiones.

Activos Inmobiliarios

1. Formación de precios de los activos inmobiliarios

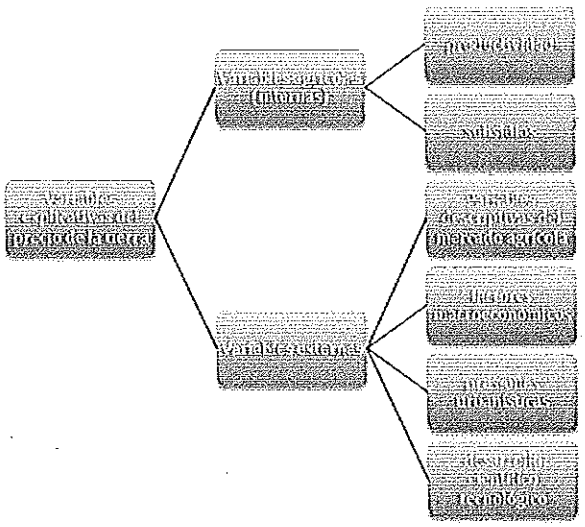
El sector inmobiliario comprende bienes sumamente diferenciados que requieren de una segmentación multidimensional, donde cada bien contempla atributos que varían en cantidad y en calidad. Cada inmueble es único y a menudo es complejo identificar las variables adecuadas que expliquen su precio y renta de equilibrio. No obstante lo anterior, el análisis del mercado inmobiliario, se puede descomponer en un mercado de uso (uso para vivienda, uso para la industria, uso agropecuario, uso minero, etc.) y en un mercado de inversión. Estos dos mercados tienen una tendencia común en el largo plazo pero en el corto plazo, en general, están desarbitrados lo que provoca que los agentes asignen de forma subóptima las decisiones de inversión en este sector.

Si bien el inmueble se sitúa dentro de los bienes "no transables" , en algunos segmentos se podría argumentar que es un bien transable regionalmente. En el caso de Uruguay, los inmuebles que estarían dentro de los "transables regionales" en el mercado de vivienda, serían algunas clases de inmuebles en Punta del Este, Colonia y la zona Premium de Montevideo. En el mercado de oficinas serían las de clase A+ (World Trade Center) y en el mercado de campos de uso agropecuario, en particular los de aptitud agrícola – ganadera y forestal.

Las principales variables conductoras (drivers) del precio de los inmuebles están asociadas tanto a variables de largo plazo como variables de corto plazo, donde las expectativas de los agentes económicos juegan un rol sumamente importante. Las variables más significativas refieren a la tasa de variación de corto y largo plazo del PBI, la tasa de variación del ingreso de los hogares y variables descriptivas de los flujos de capital. Esta última, a su vez, está asociada a la relación entre la tasa de interés doméstica y la internacional. En general, en contextos donde las políticas monetarias son expansivas y las tasas de interés reales son cercanas a cero o negativas, los precios de los inmuebles, como los de cualquier activo real o financiero, tienden a crecer mientras que en contextos monetarios contractivos los valores de los activos disminuyen.

A su vez, para el caso específico del precio de la tierra de uso agropecuario, es preciso diferenciar dos dimensiones que afectan la formación de dicho precio. Una dimensión que incluye variables externas (macroeconomía, avance tecnológico, etc.) y otra que incluye variables sectoriales (ver imagen 1).

Imagen 1. Variables que explican la formación de la demanda por tierra y su precio



Los modelos econométricos que estiman las variaciones en los precios de los inmuebles toman como variables dependientes o explicativas a las tasas de variación de/del:

i) precio de los productos que se producen en la tierra
ii) cambio técnico (aumento de la productividad)
iii) del monto de los créditos inmobiliarios
iv) la tasa de interés real
v) la tasa de interés real de la zona monetaria a la cuál pertenece la economía (en el caso de Uruguay es el dólar estadounidense)
vi) PBI per cápita
vii) crecimiento de la población

Algunas variables responden a los determinantes de la demanda productiva por tierras, específicamente a factores endógenos de la producción que en la tierra se realiza. Las otras variables responden a los determinantes de la demanda de inversión.

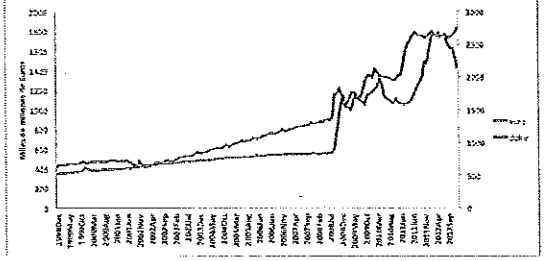
2. Contexto Externo

2.1 Contexto Macromonetario

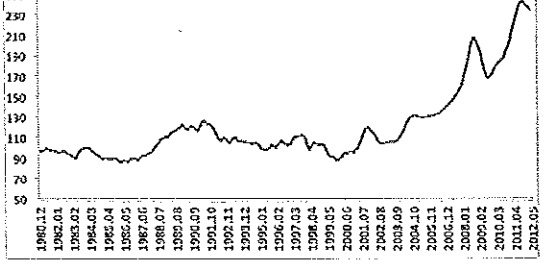
El complejo escenario económico y financiero a nivel global, sumado a las políticas monetarias expansivas de Estados Unidos y de Europa, han configurado una coyuntura favorable a las inversiones inmobiliarias en la región en general y Uruguay en particular. Este contexto ha potenciado la inversión desde el norte hacia los países emergentes.

Como consecuencia de las políticas monetarias expansivas de los países desarrollados (Ver Gráfica 1), los precios de los activos reales en general (ver Gráfica 2) y la tierra en particular (ver Gráfica 3) no han dejado de aumentar en los últimos 10 años, así como también han incrementado su valor los productos que en esta se producen.

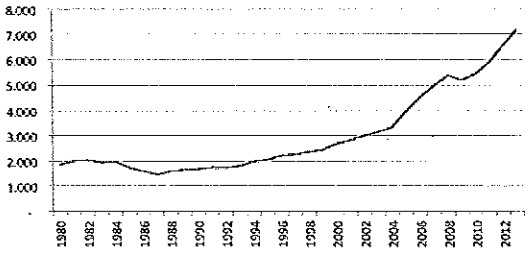
Gráfica 1. Base Monetaria Dólar y Euro



Gráfica 2. Precio Commodities (excepto petróleo)



Gráfica 3. Evolución del precio de la tierra en Estados Unidos (US$/ha)



Fuente: Elaborado por el Autor en base al USDA, FMI, FED y el ECB.

2.2 Crecimiento del ingreso, demográfico y de la urbanización

Se estima que sobre mediados de la siguiente década la población mundial alcance los 8 mil millones de habitantes. Si bien la tasa de crecimiento de la población se estima que disminuya, la urbanización será la que aumente de tendencia. También se estima que para el mismo período la población urbana supere a la rural por primera vez en la historia. Muchos países emergentes y con alta concentración de población están en este proceso de cambio. El más llamativo es la República de China.

Según proyecciones realizadas recientemente por el instituto McKinsey[1], en 2025, aproximadamente 350 millones de personas migrarán del campo a la ciudad e incrementarán el fenómeno de la urbanización en este país. A su vez, 221 ciudades tendrán más de 1 millón de habitantes (7 veces más que Europa) y el PBI se multiplicará por 5 en este período. En el mismo sentido, la FAO proyecta que un 60% de la población China vivirá en ciudades (ver Gráfica 4).

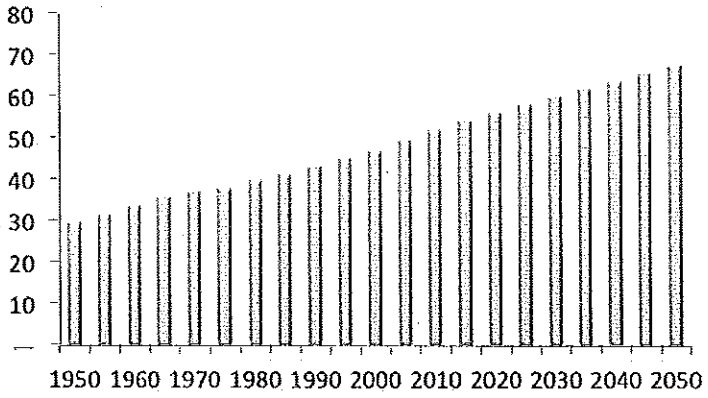
Inexorablemente, China está cambiando de estadio de desarrollo socioeconómico, acercándose más a economías desarrolladas. Esto implica una mayor urbanización, un mayor PBI per cápita, una economía crecientemente volcada a los servicios (ver Cuadro 2) y una economía que consume y demanda más productos de mercado.

El incremento en el PBI sumado a la creciente urbanización incrementan la demanda mundial y en especial la de alimentos. A su vez, la elasticidad ingreso[2] respecto al consumo observada en los países en estadios de desarrollo socioeconómico como China es superior a

[1] "Preparing for China's Urban billion". McKinsey Global Institute.
[2] "El efecto China en los precios de los productos básicos". Rhys Jenkins. Revista Cepal

la evidenciada en los países desarrollados. Esta variación en la elasticidad ingreso se debe a que la gran mayoría de los habitantes de los referidos países se consumen la mayor parte del ingreso que generan.

Gráfica 4. Porcentaje de la población viviendo en zonas urbanas



Fuente: elaboración propia en base a la FAO.

Cuadro 2. China: Crecimiento económico por sectores de actividad.

	2011-2015	2016-2020
Agro	3,9	2,2
Industria	9,9	8,8
Servicios	8,3	6,9
Total	8,6	7,4

Fuente: elaboración propia en base al instituto McKinsey

2.3 Demanda de Biocarburantes

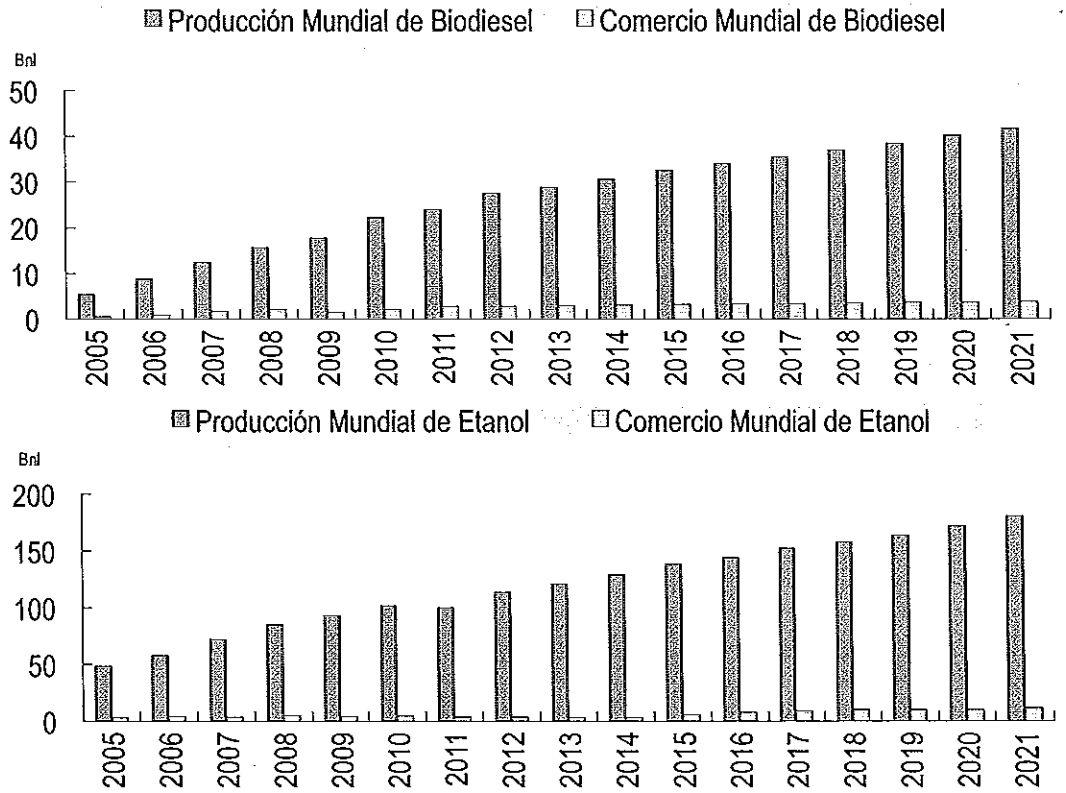
Ocasionado en gran parte por el cambio técnico y las demandas de organizaciones medioambientales, los gobiernos están fomentando desde la política pública el uso de biocombustibles. Esta coyuntura ha agregado una demanda derivada adicional a los alimentos, y por ende, a la tierra.

Por este motivo la situación del mercado de los combustibles afecta cada vez en mayor medida, los mercados agrícolas. Cerca del 65% de la producción de aceite vegetal de Estados Unidos, el 50% de la producción de caña de azúcar de Brasil y alrededor del 40% de la producción estadounidense de maíz se utilizan como insumos para la producción de biocombustibles.

En este contexto, se anticipa que la producción de combustible de etanol, principalmente a partir de trigo, cereales secundarios y remolacha, alcanzará 180 Bnl en 2021. Por su parte, el consumo de combustible de etanol alcanzará una proporción promedio de 8.3% en los combustible para transporte tipo gasolina. Favorecido por mandatos y reducciones de

impuestos en los Estados miembros de la Unión Europea, se prevé que el uso total de biodiesel llegará a 22 billones de litros (Bnl) hacia 2021. La producción interna de biodiesel debería incrementarse para mantener el mismo ritmo que la demanda. Se supone que la producción de biodiesel alcanzará cerca de 40 Bnl en 2021 (ver Gráfica 5).

Gráfica 5. Mercado Mundial del Biodiesel y del Etanol

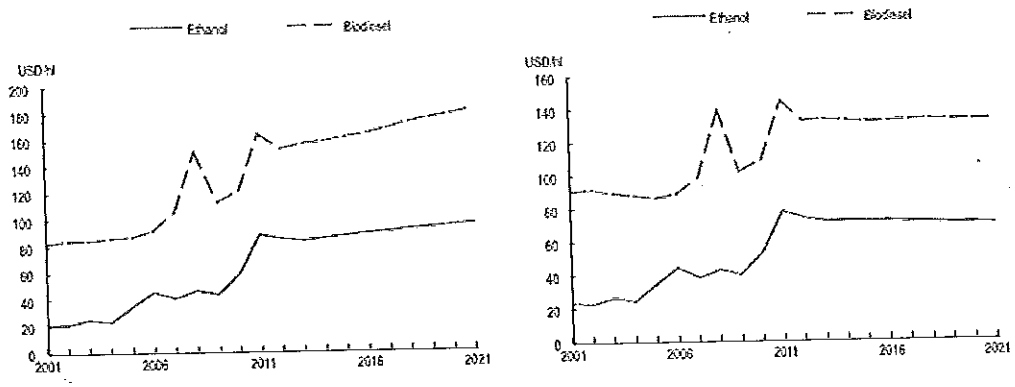


Fuente: Elaboración del autor en base a datos del OECD-FAO.

Se espera que durante el periodo de proyección 2014-2021, los precios del etanol y el biodiesel seguirán siendo impulsados por los altos precios del petróleo crudo y por la puesta en marcha y continuación de políticas que promuevan el uso de biocombustibles (ver Grafica 6).

Estas tendencia robustas podrían cambiar de perspectivas ante el uso de la nueva tecnología de shale gas y petróleo que reduce sustancialmente el costo de extracción y las expectativas de aumento de precio de la energía.

Gráfica 6. Proyección de precios del Biodiesel y del Etanol



Fuente: Elaboración del autor en base a datos del OECD-FAO.

3. La oferta, la demanda y la formación del precio.

3.1 La Oferta

Según estudios de la UNEP[3], la superficie de tierra del planeta abarca un total de más de 140 millones de km^2. Los recursos de tierras son finitos y en su gran mayoría, no renovables. Entre ellos se incluyen el suelo, que es primordialmente importante para la agricultura; la cobertura del suelo, que es relevante para el medio ambiente, y los paisajes, que son un componente destacado del hábitat y el bienestar humanos. La degradación de esta esta causada entre otros factores por:

- **Deforestación.** Se han degradado vastas reservas de bosques a causa de la tala y el desmonte a gran escala para uso agrícola y urbano. Se destruyeron más de 300 millones de hectáreas de bosques tropicales entre 1975 y 2000, principalmente para la producción alimentaria.
- **Pastoreo excesivo.** Se ha perjudicado cerca del 20 por ciento de las pasturas y pastizales del planeta. Las pérdidas recientes han sido más graves en África y Asia.
- **Consumo de leña.** Se obtienen alrededor de 1.730 millones de m^3 de leña de bosques y plantaciones por año. La leña representa la principal fuente de energía en muchas regiones en desarrollo.
- **Gestión agrícola deficiente.** La erosión hídrica causa pérdidas de suelos que se calculan en 25.000 millones de toneladas por año. La salinización y sobresaturación del suelo afectan a cerca de 40 millones de hectáreas en el mundo.
- **Industria y urbanización.** El crecimiento urbano, la construcción de caminos, la minería y la industria son factores importantes en la degradación de tierras en diferentes regiones. Se estima que entre el 4 y 5% de la superficie del planeta está bajo asfalto, ciudades, carreteras, etc. y se trata de tierras de la mejor calidad[4].

3.2 La Demanda

La demanda de tierra esta asociada a una demanda por uso del factor productivo y por una demanda por inversión (o resguardo del valor). Estas dos fuerzas, que generalmente están correlacionadas, pugnan por un activo que está fijo. Es por este motivo, que cualquier variación en la demanda, sea cual sea su motivo, incrementa su precio. A su vez, motivado por el cambio técnico, la tierra tiene mayores usos productivos. Es el caso de los biocarburantes y de los biofármacos, todos ellos producidos por bienes que se producen bajo el factor de producción "tierra". También, producto del cambio técnico y de las

[3] United Nations Environmental Programme.
4 Holechek, J, Pieper, R. & Herbel, C. Range Management: Principles and Practices (6th Edition)

innovaciones, se ha extraído cada vez mayor cantidad de producción por hectárea. Este aumento del valor de producción por área, aumenta el valor de la tierra.

En el mismo sentido, los desequilibrios financieros y monetarios observados en los últimos años y descriptos en este documento, han refugiado capitales en inmuebles en general y en tierra en particular. Obviamente, las decisiones de inversión se han gestado en los argumentos anteriormente mencionados y la inestabilidad del mercado financiero – bancario no ha hecho otra cosa que incrementar la demanda por tierra como "resguardo del valor intergeneracional".

Todos los factores descriptos anteriormente (capítulo 1 y 2 del presente documento) analizan un contexto mundial donde se argumenta el por qué del crecimiento de la demanda mundial, de la demanda por alimentos y en última instancia, el aumento de la demanda por tierras. Existe una vasta bibliografía que ha intentado describir el valor de la tierra según variables qué, en última instancia, responden a los fenómenos descriptos en los anteriores capítulos.

A continuación se presenta una revisión bibliográfica de artículos de divulgación científica que estiman el valor de la tierra en diferentes países y cuáles son su determinantes más salientes. En la agrupación se clasificó por variables explicativas.

REVISIÓN BIBLIOGRÁFICA
Rentabilidad Agropecuaria – Variables monetarias
Retornos productivos. *Carlber, 2002; Bernard et al., 1997; Folland & Hough, 1991; Gardner, 2002; etc.*
Retornos del precio de la tierra (inmobiliarios). *Goodwin et al., 2005&2010; Weerahewa et al., 2008*
Net Income, *Devadoss & Manchu, 2007*
Precio del Trigo *Goodwin & Ortalo-Magné, 1992.*
Rentabilidad Agropecuaria – Variables no monetarias
Rendimiento. *Pyykkönen, 2005; Devados y Manchu, 2007; Latruffe et al., 2008*
Calidad del suelo. *Bernard et al., 1997; Kilian, 2010*
Temperatura y precipitaciones. *Bernard et al, 1997*
Proximidad al puerto *Folland & Hough, 1991*
Pagos del gobierno
Multiples categorías de apoyo gubernamental. *Devados & Manchu, 2007; Vyn, 2006; Henderson & Gloy, 2008*
Factores Macroeconómicos
Tasa de interés. Weerahewa et al., 2008 Devadoss & Manchu, 2007
Tasa de inflación. Alston, 1986
Impuesto a la propiedad. Gardner, 2002; *Devados & Manchu, 2007*
Deuda sobre activos (ratio). *Devados & Manchu, 2007*
Disponibilidad de crédito. *Devados & Manchu, 2007*
Valor de la producción y Tipo de cambio real (9 países). *F. Lorenzo & B. Lanzilotta, 2007*
Urbanización (presión sobre la tierra)

Crecimiento de la población. *Gardner, 2002; Devados & Manchu, 2007*
Proporsión de la fuerza laboral empleada en la agricultura. *Pyykkönen, 2005*

4. El cambio técnico y la innovación

El cambio técnico y la innovación tienen un doble efecto en lo que respecta a la valorización de la tierra. Por un lado, aumenta la cantidad (en potencia) de producción por unidad de área cultivable. Por otro, valoriza la tierra debido a que cada hectárea es pasible ser valorizada en el equivalente monetario a lo que aumentó la producción.

Algunos autores pronostican que los aumentos en los rendimientos estarían llegando a su fin. Otros argumentan que, con cambios de paradigmas productivos, podría seguir aumentando. Sea cual sea el desenlace del avance en el cambio técnico y en la productividad, la tierra seguirá aumentado conforme crezca la demanda por productos que en ella se producen.

¿Cómo se ha comportado la productividad en la Agricultura?

Aumentar la productividad agrícola parecería fundamental para poder satisfacer la creciente demanda mundial esbozada en los anteriores capítulos. Es complejo pronosticar tendencias en la productividad agrícola; existen varios indicadores (medidas parciales y totales), fuentes de información y métodos de estimación. Sin embargo, la producción agrícola es altamente variable debido a la gran dependencia climática que esta producción mantiene. Las tendencias históricas pueden proveer una perspectiva útil de los cambios relativos a lo largo del tiempo y en todas las regiones. En muchos países miembros de la OCDE, la productividad de la mano de obra se ha incrementado más rápido que la productividad de la tierra, puesto que la mano de obra continúa abandonando el sector. Durante el periodo 1990-2005 América Latina y China registraron un fuerte crecimiento en ambos tipos de productividad. Esto contrasta con el resto de Asia y con África, donde las ganancias en la productividad de la tierra han superado las de la productividad de la mano de obra. A escala global, existe evidencia de que la tasa de crecimiento anual en la productividad de la tierra está disminuyendo. Si se excluye el desempeño de China, el crecimiento anual de la productividad de la tierra bajó de 1.9% en 1961-1990 a 1.2% en 1990-2005 (Alston, 2010; OECD, 2011a).

La Productividad Total de los Factores (PTF) puede considerarse como un sustituto del cambio de eficiencia o competitividad industrial y del cambio tecnológico. De acuerdo con Fuglie (2012), la PTF creció en los países desarrollados desde la década de 1960 hasta mediados de la década de 1990, a una tasa promedio superior al 1% anual durante las décadas de 1970 y 1980, y a una tasa por arriba del 2% al año en las siguientes dos décadas.

Cuadro 3. Crecimiento de la PTF de la agricultura por regiones 1960-2009.

	1961-70	1971-80	1981-90	1991-2000	2001-2009
Países Desarrollados	**0,99**	**1,64**	**1,36**	**2,23**	**2,44**
Países en Desarrollo	**0,69**	**0,93**	**1,12**	**2,22**	**2,21**
Norte de África	1,32	0,48	3,09	2,03	3,04
África Sub-Sahariana	0,17	-0,05	0,76	0,99	0,51
Latinoamérica	0,84	1,21	0,99	2,3	2,74
Caribe	-1	0,57	-0,26	-0,55	-0,16
América Central	2,83	1,95	-1,69	3,05	2,33
Países andinos	1,49	1,18	0,55	2,12	2,6
Brasil	0,19	0,53	3,02	2,61	4,04
Cono Sur	0,58	2,56	-0,82	1,61	1,29
Asia (excluido el Oeste)	0,91	1,17	1,42	2,73	2,78
Noreste de Asia	0,94	0,67	1,71	4,1	3,05
China	0,93	0,6	1,69	4,16	2,83
Sureste de Asia	0,57	2,1	0,54	1,69	3,29
Sur de Asia	0,63	0,86	1,31	1,22	1,96
Oeste de Asia	1,21	2,21	0,95	1,7	1,34
Oceanía	-0,14	0,47	-0,73	0,54	1,33
Federación Rusa	0,88	-1,35	0,85	1,42	4,29

Fuente: elaborado por el autor en base a Funglie (2012)

Esta disminución de la PTF tendría una efecto negativo en el precio de la tierra debido a que esta captura las rentas producidas por el cambio técnico. No obstante, el precio de la tierra tendría un aumento ocasionado por el incremento relativo del precio de los alimentos, debido en parte al incremento de la demanda explicado en capítulos anteriores.

5. Determinantes del precio en Uruguay

Antes de abordar el análisis empírico, es importante realizar algunas consideraciones acerca de las características del activo considerado. Según el Censo agropecuario, en Uruguay existen 16,2 millones de hectáreas. De estas, la mayoría se destinan a producciones silvoagropecuarias (ver Cuadro 1). La producción ganadera abarca la mayor parte del área, con más del 75% del área productiva. En segundo y tercer lugar se encuentra la agricultura de secano y la forestación respectivamente. Debe tenerse en cuenta que la tierra se utiliza de manera intensiva en la producción agropecuaria. Es de esperar, entonces, que el precio del activo tierra se encuentre relacionado con el comportamiento de la producción de dichos bienes. La expansión del valor de la producción agropecuaria debería traducirse en un incremento del precio de la tierra.

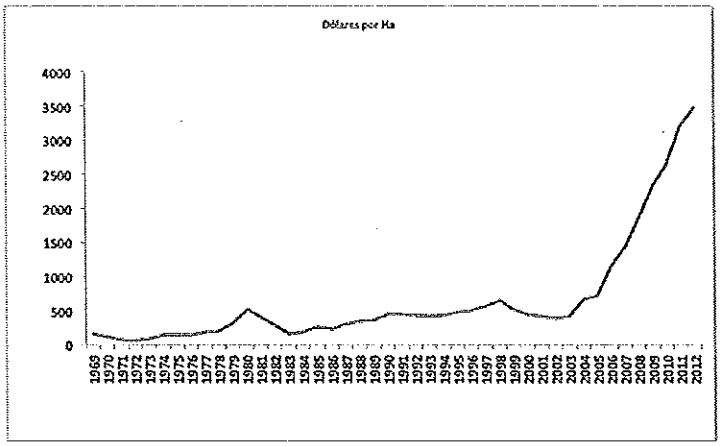
Cuadro 4. Superficie explotada según principal ingreso

	Superficie	
	Miles de ha	Participación en %
Vacunos de carne	10664	65,7%
Vacunos de leche	865	5,3%
Ovinos	823	5,1%
Aves	15	0,1%
Cerdos	11	0,1%
Equinos	33	0,2%
Otros animales	12	0,1%
Arroz	376	2,3%
Otros cereales	1692	10,4%
Semilleros de cereales	81	0,5%
Semilleros de forrajeras	12	0,1%
Forestación	1266	7,8%
Horticultura	51	0,3%
Vitivinicultura	20	0,1%
Citricultura	41	0,3%
Otros frutales	23	0,1%
Viveros y plantines	10	0,1%
Servicios agropecuarios	44	0,3%
Agroturismo	3	0,0%
Otros rubros	110	0,7%
Exportaciones no comerciales	75	0,5%
Total	16227	100,0%

Fuente: elaboración propia en base al Censo Agropecuario 2011. DIEA/MGAP.

Desde que se conocen estadísticas periódicas sobre el precio de la tierra en Uruguay, se ha observado una tendencia creciente aunque no constante de dicho precio (Ver Gráfica 6). En particular en los últimos años, más precisamente desde 2003 en adelante, el precio de la tierra ha exhibido una aceleración excepcional, donde la tendencia de crecimiento ha mostrado una pendiente significativamente pronunciada.

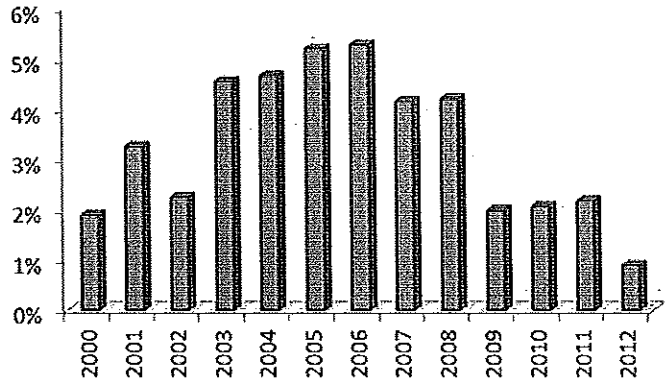
Gráfica 6. Evolución del precio de la tierra en Uruguay



Fuente: elaboración propia en base a datos de la DIEA/MGAP

Asimismo, la cantidad ofertada de tierras es una proporción relativamente baja del stock (Gráfica 7), mientras que la demanda fluctúa en función de determinantes que se exploran primariamente a continuación.

Gráfica 7 . Participación de las hectáreas comercializadas sobre el total del stock en tierras.



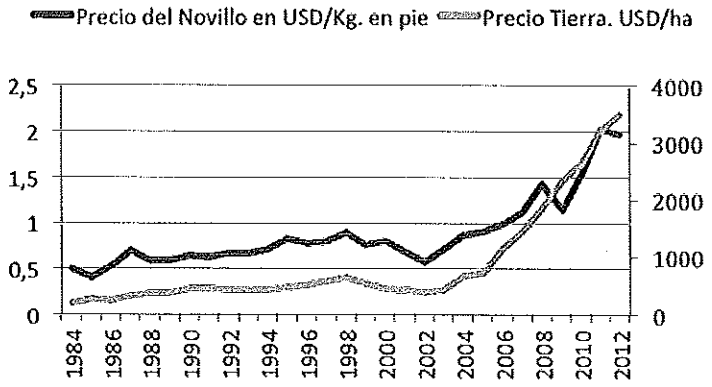
Fuente: elaboración propia en base a datos de la DIEA/MGAP

Una primera hipótesis sobre la evolución de la demanda de tierras es que está asociada con las expectativas de rentabilidad y éstas, a su vez, con los resultados recientes. Las expectativas de rentabilidad refieren a dos situaciones:

a) Una situación en la que no hay cambios significativos en el uso de la tierra y en la tecnología disponible. Es el caso de Uruguay en las últimas cuatro décadas, en que la ganadería fue el uso dominante en el 90% del territorio y los cambios tecnológicos fueron débiles por lo menos hasta comienzo de la década del noventa. Bajo esas condiciones se observa una alta asociación entre el precio de los novillos para faena y el precio de la tierra (Gráfica 8).

b) Una situación en que hay cambios significativos en el uso de la tierra e innovaciones tecnológicas, como estaría aconteciendo en años recientes.

Gráfica 8. Precio del Novillo y precio de la tierra en Uruguay

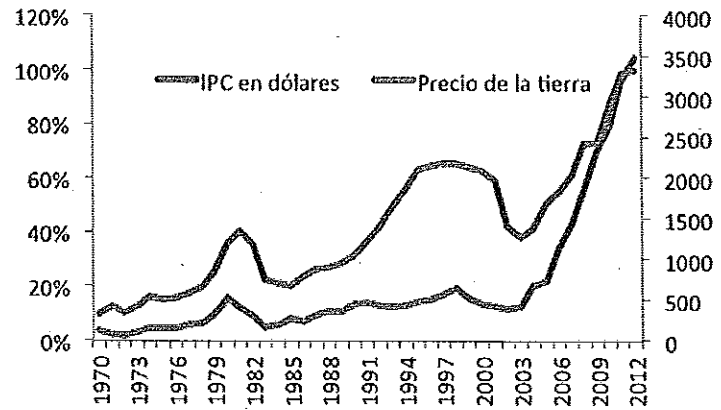


Fuente: elaboración propia en base a datos de la DIEA/MGAP

Una segunda hipótesis sobre los determinantes de la demanda de tierra deriva de su condición de activo inmobiliario. Esta última depende, a su vez, del ingreso neto de capitales en la economía.

La Gráfica 9 describe la evolución del precio de la tierra en dólares y el índice de los precios internos en dólares, los que siguen una evolución similar. Este último es el cociente entre la evolución del IPC y el tipo de cambio. El IPC expresado en dólares mide el encarecimiento o abaratamiento de la canasta de consumo en Uruguay en dólares estadounidenses. Esta observación debería analizarse con mayor detalle. Una posibilidad es que los lapsos de encarecimiento en dólares coinciden con los mejores resultados económicos y éstos con las expectativas de renta. A su vez, también podría ser tomada como una variable proxy de los flujos de capital que recibe o expulsa el país. En períodos de flujos de capital positivo, el IPC en dólares se encarece y en períodos de flujos de capital negativos, el IPC en dólares se abarata en dicha moneda.

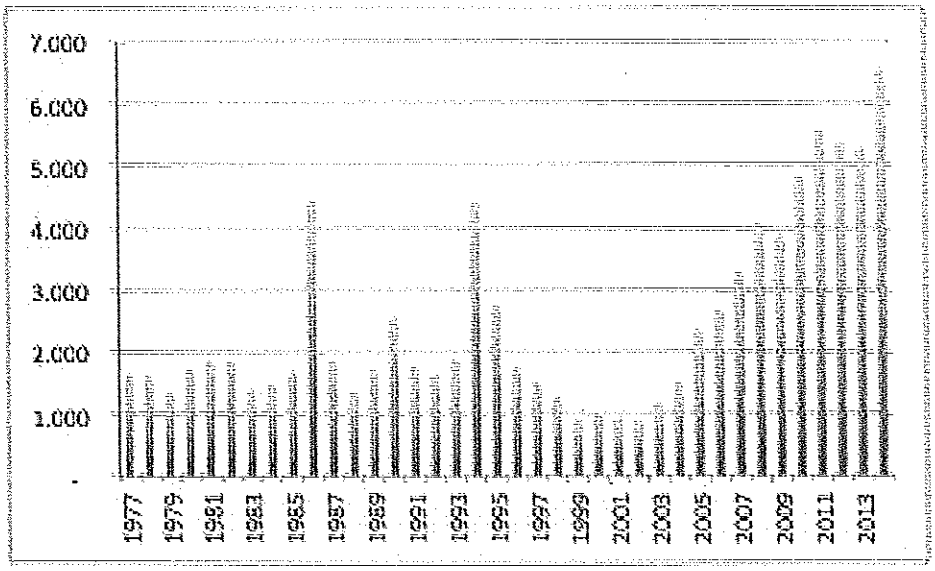
Gráfica 9. IPC expresado en dólares y precio de la tierra en Uruguay



Fuente: Elaboración del autor en base a datos del INE, BCU y DIEA/MGAP.

El análisis anterior se suma al eventual proceso de arbitraje entre precios de tierras de similares características productivos. Así es cómo el precio de la tierra en Brasil se ha comportado con la misma tendencia que en Uruguay aunque con un crecimiento no tan exponencial (ver Gráfica 10).

Grafica 10. Precio de la tierra forestal en Brasil.
Dólares por hectárea



Fuente: Elaborado por el autor en base a información de FGV, IPEA y el IEA.

5.1. Comportamiento del precio de la tierra y sus determinantes

En este capítulo se realizará una caracterización estadística del comportamiento del precio de la tierra, mediante la utilización de modelos estructurales de series temporales. Asimismo, se aportan los resultados de los determinantes de largo plazo del precio de la tierra, diferenciando los efectos de factores macroeconómicos de los determinantes específicos de la actividad productiva.

Como fue expresado anteriormente, el precio de la tierra está determinado por dos elementos. Por un lado, están los factores que explican la tendencia de largo plazo y por otro, variables de índole coyuntural que determinan los movimientos de corto plazo. Debido a que en gran medida la oferta de tierras está fija y la cantidad ofertada es una pequeña fracción de la oferta (ver Gráfica 7), se deduce que la sensibilidad en el precio es explicada por variaciones en la demanda.

En la medida en que el centro de interés de este apartado se sitúa en el comportamiento de largo plazo del precio de la tierra parece evidente que el enfoque más apropiado consiste en estudiar los determinantes con un horizonte temporal lo más extenso posible. Se tomaron datos anuales desde 1970 hasta el año 2012.

En este trabajo se consideraron distintos indicadores para representar el comportamiento de valor de la producción de las tierras consideradas. En particular, se tuvieron en cuenta al precio del novillo [5] y otro que consideraba únicamente el valor de la producción agropecuaria.

En segundo lugar, la tierra es un activo inmobiliario que se utiliza como reserva de valor intergeneracional y, como tal, su precio de equilibrio puede verse fuertemente influenciado por variables macroeconómicas como la inflación en dólares, el tipo de cambio real, tasa de interés internacional, etc. En concreto, el comportamiento de esta variable puede interpretarse como un indicador del precio relativo de los bienes internacionalmente comercializables. Un incremento de la inflación en dólares o del tipo de cambio real debería estar asociado, entonces, a un incremento del valor real del precio de la tierra.

Para el estudio de los determinantes de largo plazo se utilizó la metodología econométrica de cointegración de Johansen. En el vector de variables endógenas se incluyeron las transformaciones logarítmicas del precio de la tierra en dólares corrientes, del precio en dólares corrientes y del índice de inflación en dólares de la economía uruguaya. Los resultados de las estimaciones se exponen en el Cuadro 8.

CUADRO 8. Determinantes de largo plazo del precio de la tierra
Estimación del vector de cointegración (procedimiento de Johansen)
Datos anuales – Período: 1970 – 2012

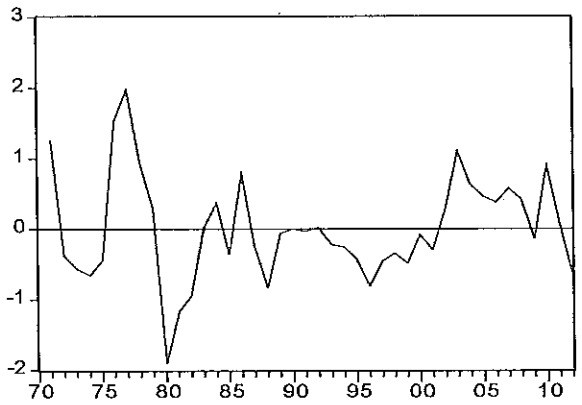
$$Precio\ Tierra = \underset{(5.4)}{3.3} \times Precio\ Novillo + \underset{(2.0)}{0.63} \times \pi\ en\ dólares - \underset{(3.2)}{0.9} \times trend + 10.3$$

Variables expresadas en logaritmos
Estadísticos t entre paréntesis
Nota: En la estimación del modelo multivariante se consideraron 3 retardos de las tres variables endógenas.

En la gráfica 10 se presenta la evolución de la relación de cointegración durante el período analizado. La relación de cointegración nos aporta la siguiente información. Cuando el precio de la tierra se encuentra por encima de su nivel de equilibrio de largo plazo se está en presencia de valores positivos, mientras que cuando el precio se encuentra por debajo de su nivel de equilibrio se observan valores negativos. O sea, cuando el precio de la tierra está por encima de sus fundamentos de largo plazo, los valores son positivos (en la gráfica) y cuando el precio de la tierra está por debajo de sus fundamentos, los valores son negativos. En la mencionada gráfica se observan valores por encima del equilibrio en el boom de precios observado sobre fines de la década del 70 y posteriormente, un caída abrupta de los valores por debajo del equilibrio de largo plazo (posterior a la crisis de la "tablita" en 1982). Llama la atención como en la década del noventa, más específicamente entre 1993 y 2001 el precio de la tierra se situó por debajo de su valor de largo plazo.

5 El precio del novillo fue tomado como variable proxy del al valor en dólares de la producción agropecuaria. Si bien en los últimos años, la agricultura es la actividad sectorial que ganó mayor notoriedad, el precio del novillo se presenta como la variable más representativa a la hora de explicar el comportamiento de largo plazo del precio de la tierra. El precio del novillo es el más relevante en la producción agropecuaria, probablemente sea el precio del bien más representativo de la actividad agropecuaria en el período analizado (1970-2012).

Gráfica 11. Evolución de la Relación de Cointegración.



La relación de cointegración estimada se interpreta como una ecuación de determinación del precio de equilibrio de la tierra. Los resultados de las estimaciones muestran que incrementos permanentes tanto en la canasta de bienes de consumo expresados en dólares como el precio del novillo se encuentran asociados a precios de equilibrio de la tierra más elevados. La estimación puntual de la elasticidad de largo plazo del precio de la tierra respecto al precio del novillo es mayor a 3. Este resultado es particularmente importante, ya que indica que el precio de equilibrio de la tierra reacciona amplificando las variaciones permanentes de los precios de los bienes que en ella se producen y en particular el precio del novillo. Por su parte, la elasticidad respecto al IPC expresado en dólares es inferior a 1.

6. Conclusiones

- En base a lo anteriormente expuesto, los activos inmobiliarios en general y la tierra de uso agropecuario en particular manifiestan dos motivos de inversión o demandas derivadas. Uno referido a la demanda del bien como factor de producción y otro como demanda de un activo que salvaguarda el patrimonio de una persona, familia o institución a través del tiempo. Si bien los valores han descripto una aceleración nunca antes observada, no está claro si esta tendencia se va a detener u aún hay margen para que continúe creciendo. Como se desprende de la revisión bibliográfica, existen variables endógenas a la producción y exógenas a esta que inciden de forma relevante en la demanda y por ende en la formación del precio de la tierra. El contexto macroeconómico, las políticas medioambientales así como las tributarias y la creciente urbanización aparecen como las principales variables exógenas al proceso productivo. El incremento de la productividad y la innovación aparecen como variables endógenas al proceso productivo.

- La oferta de tierras es finita y está amenazada por diversos factores (erosión, urbanización, etc.) mientras que la demanda se presenta como cada vez más creciente. Este contexto hace que la tierra se tienda a valorizar cada vez más y se presente como un adecuado refugio de capitales en busca de activos seguros.

- La coyuntura macro monetaria mundial ha exhibido un importante cambio en la última década configurando un escenario más que propicio para la inversión en tierra y ha acentuado la valorización del activo. La quiebra de Lehman Brothers y la crisis financiera internacional del 2008 conjuntamente con las políticas de flexibilidad cuantitativa de los principales Bancos Centrales del mundo han generado una externalidad positiva para la inversión en tierras. Si bien esta coyuntura está en proceso de cambio, es probable que el shock negativo que recibirá el precio de la tierra sea de corto plazo y que los factores estructurales (aumento de demanda, innovación, urbanización, etc.) lo amortigüen.

- En Uruguay, el sector agropecuario ha exhibido un importante cambio en la última década y como corolario, el precio de la tierra que se multiplicó por ocho entre el año 2003 y el 2013. Las variables que más inciden en la formación del precio de la tierra son el precio del novillo y por otro, la inflación en dólares.

Referencias Bibliográficas

Barros, G. S. De C.(1992); Effects ef international shocks and domestic policies upon Brazilian agriculture. Agricultural Economics, 7, pp. 317-20.

Dickey, D.A and Fuller, W.A.(1979); "Distribution of the estimator for auto-regressive time series with a unit root". Journal of the American Statistical Association, 84, pp. 427-31.

Hamilton, J.D.(1994); Time Series Analysis. Princeton University Press. Princeton. New Jersey.

Johnston, J. and DiNardo, J.(1997); "Econometric Methods", 4th Edition, McGraw-Hill.

Lorenzo, F., Lanzilotta, B, (2009). "Precio de la Tierra en Uruguay". CINVE

MacKinnon, J.G.(1991); "Critical Values for Cointegration Tests", Chapter 13, Long-Run Economic Relationships, eds. R. Engle y C.W.J. Granger, Oxford University Press.

OCDE-FAO. "Perspectivas Agrícolas 2012-2021"

Sáder M. (2006) "Precio de la tierra de uso agropecuario en Uruguay". Anuario de OPYPA, Ministerio de Ganadería Agricultura y Pesca (MGAP).

EF ASSET MANAGEMENT

Administradora de Fondos de Inversión S.A.

CODIGO DE ETICA

Junio, 2013

Aprobado por el Directorio de EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A. el 22 de Junio de 2013.-

1. INTRODUCCIÓN

EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A. (en adelante "EFAM") es una sociedad administradora de fondos de inversión, la cual se encuentra inscripta y regulada por el Banco Central del Uruguay.

Su negocio es actuar en el mercado uruguayo como administradora de fondos de inversión o como fiduciario de fideicomisos.

Como actores del sector financiero, es muy importante asegurarse la honestidad e integridad de todo el personal que preste servicios en EFAM, siendo esta una de nuestras prioridades.

Este Código de Ética reafirma nuestras políticas básicas de actuar de acuerdo con los más altos estándares de conducta ética para directores, ejecutivos y todo el personal que preste funciones para EFAM, ya sea que se trate de personal propio o tercerizado.

Las disposiciones establecidas en el presente Código, no sustituyen ni limitan en modo alguno el conjunto de normas cualquiera sea su fuente, aplicables a nuestra entidad.

El fundamento de nuestro Código de Ética consiste en normas de conducta personal que pretenden superar las exigencias jurídicas: a) honestidad y sinceridad en nuestras actividades, que incluyen cumplir con el espíritu, tanto como con la letra de la ley, evitar conflictos entre los intereses personales y el interés de EFAM, y aún en la aparición de tales conflictos, el mantenimiento de la reputación de EFAM y sus empleados, evitando actividades que puedan tener un impacto negativo en EFAM o en su personal, y b) integridad cuando se manejan activos, fondos y bienes administrados por o de propiedad de EFAM.

Este Código de Ética pretende orientar a cada uno de nosotros cuando debamos enfrentarnos a algunas decisiones de negocios. Obviamente este Código no puede cubrir todas las situaciones; y es probable que se presenten dudas. En tales casos, se deberá recurrir a la opinión de la Gerencia del Área respectiva.

2. ALCANCE

Los principios y valores enunciados en este Código, son aplicables a todo el personal de EFAM, tanto propio como tercerizado, incluyendo al Directorio y la Alta Gerencia, y a EFAM como organización.

3. HONESTIDAD, SINCERIDAD Y CUMPLIMIENTO CON LA LEY

3.1. Beneficios Personales

Ningún miembro del personal puede aceptar beneficios personales tales como compensaciones en dinero o recibir regalos profusos o atenciones profusas de parte de los

clientes, bancos o firmas de valores que EFAM utilice en sus operaciones ("Clientes") o por parte de otras empresas que provean de bienes o servicios a EFAM (tales como seguros, estudios contables o jurídicos, mantenimiento, alimentos y otras firmas vendedoras, etc.).

Si un miembro del personal recibe algún regalo de un Cliente o proveedor (que no sean atenciones en especie de escaso valor, como será a fin de año o en otras raras ocasiones), deberá informarlo en forma inmediata a la Gerencia de su Departamento, y conforme las instrucciones, conservarán el presente o lo devolverán.

A estos efectos, la expresión "miembro del personal" incluye al cónyuge del funcionario, hijos menores, otros dependientes, u organización que actúe como representante o fiduciario de cualquier empleado o miembro de su familia a través de los cuales el funcionario o cualquier miembro de su familia puedan recibir algo de valor. El funcionario en todo caso debe cumplir con las disposiciones vigentes en materia de lavado de dinero y financiamiento del terrorismo.

3.2. Definición de Beneficios Personales

Se entiende por beneficios personales a cualquier clase de regalo, gratuidad, favor, servicio, préstamo, beneficio, legado, honorario o compensación proveniente de cualquier Cliente, de cualquiera que busque realizar negocios con EFAM o de cualquier otra persona u organización, sea Cliente o no.

Sin embargo, si no existe una razonable apariencia de que el funcionario se verá influido en forma indebida (en el desarrollo de sus tareas hacia EFAM), los siguientes no constituyen "Beneficios Personales":

- Las cortesías normales comerciales que facilitan la discusión de los negocios de EFAM o fomentan buenas relaciones comerciales dentro de la comunidad (almuerzos, espectáculos, etc.) que no involucran otra cosa que amabilidad no frecuente o común.

- Regalos en especie de valor nominal modesto a fin de año o en otras ocasiones no frecuentes, excepto si provienen de un proveedor.

- Presentes en virtud de parentesco, matrimonio, jubilación, licencia, cumpleaños o relacionamiento social totalmente ajenos e independiente de las relaciones comerciales.

- Material publicitario o promocional sin valor sustantivo (lapiceras, agendas, etc.).

- Descuentos o bonificaciones sobre mercadería o servicios que no excedan los que están permitidos para otros clientes.

3.3. Honorarios y Comisiones Personales

Ningún miembro del personal puede aceptar honorarios o comisiones con referencia a cualquier operación realizada a nombre de EFAM. La aceptación de pagos de Clientes, proveedores, Clientes o proveedores potenciales de EFAM, por asesoramiento personal u otros servicios profesionales, requiere ser aprobada en forma previa por el Directorio.

3.4. Pagos Indebidos y Prácticas Corruptas

Ningún miembro del personal podrá dar, ofrecer, prometer, de manera directa o indirecta, cualquier cosa de valor para influenciar corruptamente a cualquier funcionario público, incluyendo, cualquier integrante de un partido político o candidato de un partido político, con el fin de obtener o retener negocios o ventajas indebidas (por ejemplo: judiciales o administrativas).

Asimismo, queda prohibido el ofrecimiento o pago de remuneración a cualquier persona, ya sea directamente o a través de intermediarios tales como agentes de valores, abogados, contadores, consultores, etc. Además, ningún miembro de EFAM podrá aceptar pagos en relación a cualquier decisión de negocios o transacción.

3.5. Declaraciones Falsas

Los miembros del personal se comprometen a no realizar declaraciones falsas o prácticas similares que puedan configurar una violación a las Leyes Penales así como al presente Código de Ética. Todo miembro del personal que descubra o tenga conocimiento de que se están realizando dichas prácticas, deberá comunicarlo de inmediato al Directorio.

3.6. Trato Justo y Equitativo hacia el Personal

EFAM trata a los miembros del personal por igual, sin distinción de raza, sexo, color, edad, orientación sexual, orientación religiosa, nacionalidad, discapacidad, estado de ciudadanía, estado civil, o cualquier otra categoría que se encuentre protegida por la legislación vigente. Todas las decisiones de empleo que toma EFAM, tales como la contratación o la promoción, se basan exclusivamente en las cualidades, calificaciones técnicas, virtudes y rendimiento del personal. Es un principio fundamental tratar a todos los miembros del personal con el mismo respeto y justicia que esperamos recibir de ellos, esto incluye todas las formas de comunicación, (verbales, simbólicas o escritas).

3.7. Diversidad

EFAM se compromete a proporcionar un entorno de trabajo no discriminatorio, donde a todos los miembros se les valora y se le otorgan las herramientas necesarias para tener éxito. Sólo podemos obtener un alto nivel de integración y desarrollo de nuestro personal mediante el trabajo en equipo, la comprensión y el respeto de las diferencias entre nuestros miembros. EFAM cree que el respeto por la diversidad es un factor clave para alcanzar un ambiente de trabajo donde se desarrolle y se contribuya al objetivo de sus negocios. Cada uno de los miembros es responsable de la aplicación de ésta Política, para así lograr un ambiente de trabajo saludable.

3.8. Acoso

EFAM no tolerará ninguna forma de acoso, ya sea dirigida a un compañero de trabajo, un cliente o un proveedor. No aceptamos ninguna conducta física o verbal que sea inadecuada y que pueda interrumpir o interferir con la habilidad de otros para hacer su trabajo, o que cree un ambiente de trabajo hostil. Lo anterior incluye, el lenguaje inapropiado, las comunicaciones (escritas, electrónicas o telefónicas) o
cualquier otra forma de interacción personal. EFAM tiene cero tolerancia con el acoso, y prohíbe expresamente cualquier forma de hostigamiento por parte de los miembros de su personal, ya sean por motivos de raza, sexo, color, religión, embarazo, discapacidad, estado civil o cualquiera otra que estuviera prohibida por las Leyes vigentes. Los miembros del personal se comprometen al mantenimiento de un ambiente de trabajo

productivo, libre de acosos y de actividades perturbadoras.

3.9. Drogas, Alcohol y Sustancias Prohibidas

Está prohibido el uso, posesión, transferencia o venta de alcohol, drogas o cualquier otra sustancia prohibida en el trabajo por cualquier miembro del personal excepto con propósitos médicos indicados y aprobados específicamente, debiendo informar en tal caso al Responsable del sector.

3.10. Cumplimiento con Leyes y Regulaciones

Es política de EFAM el cumplir estrictamente con las leyes y regulaciones que son de aplicación a su negocio. Aunque las leyes o regulaciones puedan ser ambiguas en ocasiones o difíciles de interpretar, EFAM enfatiza que todos sus miembros hagan el esfuerzo de buena fe de seguir, no solamente la letra de la ley, sino también su espíritu e intención. Si existen dudas respecto de alguna ley o disposición, los funcionarios deberían recurrir al Director Ejecutivo o al asesoramiento de los asesores legales de EFAM.

3.11. Detección y Denuncia de Transgresiones al Código de Ética

El descubrimiento de cualquier acontecimiento o acción realizada por un empleado de EFAM que sea cuestionable, fraudulento o de naturaleza ilegal, o que transgreda este Código de Ética deberá ser informado directamente al Director Ejecutivo y al Directorio. La omisión de informar tales acontecimientos constituye una transgresión a este Código de Ética.

Todos los informes sobre transgresiones a este Código de Ética serán considerados estrictamente confidenciales. Toda transgresión a este Código de Ética, inclusive la omisión de informar una transgresión al Código hecha por otro empleado, será motivo de estudio y aplicación de las sanciones que correspondan.

3.12. Prevención en Lavado de Activos y Financiamiento del Terrorismo

Tanto el personal como EFAM , deberán asegurar el cumplimiento de las normas encaminadas a prevenir el lavado de activos y el financiamiento del terrorismo. Deberá informarse a las autoridades competentes toda actividad considerada sospechosa, anteponiendo la observancia de los principios éticos al logro de las metas comerciales y económicas.

4. RELACIONES CON LOS PROVEEDORES

La elección y contratación de proveedores siempre deberá estar fundamentada en criterios técnicos, profesionales, éticos y en las necesidades de la empresa, debiendo ser conducidas dentro de las normas legales, con procesos predeterminados.

Se buscará favorecer el vínculo contractual con entidades con altos estándares éticos.

5. CONFLICTOS DE INTERÉS

Ningún empleado puede representar a la empresa en relaciones comerciales en las que pudiera tener algún interés personal, directo o indirecto, a expensas de la empresa.

La toma de decisiones está fundamentada exclusivamente en criterios profesionales, asegurando que la posición jerárquica, la actividad y la influencia no sean utilizadas para obtener beneficios personales.

El personal que realicen actividades laborales externas, de carácter personal, deben asegurar que las mismas no generen conflictos en relación a los intereses de la empresa.

Con el propósito de evitar que se presenten conflictos entre los intereses particulares y los intereses de la empresa y para propiciar una solución en caso de requerirse, todos los funcionarios tienen la responsabilidad de declarar cualquier interés financiero o no financiero que puede entrar en conflicto con su función dentro de la empresa.

Cualquier transacción con empresas que tengan un vínculo personal serán comunicadas al Director Ejecutivo.

6. CONFIDENCIALIDAD Y REPUTACIÓN DE EFAM Y SU PERSONAL

6.1. Confidencialidad y Secreto Bancario

Los miembros del personal no deben divulgar a ningún tercero ninguna información reservada respecto de EFAM, tal como planes estratégicos o de utilidades, como ninguna información sobre clientes o transacciones que estos realicen (información sujeta al secreto bancario).

Esta información debe ser tratada como de naturaleza confidencial y sólo será divulgada dentro de la estructura interna de EFAM sólo a quienes sea necesario informar. Las solicitudes de información provenientes de entidades reguladoras o del gobierno que no sean las requeridas para los análisis sobre EFAM, deberán ser comunicadas al Directorio y los asesores legales para su estudio.

Los funcionarios también deben conservar la relación confidencial entre EFAM y cada uno de sus Clientes. Tal confidencialidad es un principio fundamental del negocio de servicios financieros. Nunca deberá discutirse, fuera del ámbito normal para el curso necesario de la actividad de EFAM, respecto de la información confidencial, tal como son los balances, la información financiera obtenida de un cliente o la condición financiera de un cliente.

6.2. Datos Personales

EFAM se encuentra comprometida con el cumplimiento y respeto de las leyes que protegen los datos de carácter personal. En tal sentido, los miembros del personal se obligan a respetar y cumplir con la legislación vigente en la materia, especialmente con el principio de reserva. En este contexto, los empleados que por su situación o posicionamiento dentro de EFAM tuvieren acceso o intervengan en el tratamiento de datos personales (en cualquiera de sus fases), están obligados a guardar estricto secreto profesional sobre los mismos. Esta obligación subsistirá aun después de finalizada la relación con el que los une con EFAM. Cualquier práctica en contario podría dar lugar a las sanciones penales establecidas por la legislación vigente en la materia.

6.3. Inversiones y Finanzas Personales

Los miembros del personal pueden invertir libremente en acciones u otros valores de acuerdo con su criterio. Los funcionarios nunca deben hacer cambios en sus inversiones

personales sobre la base de información confidencial relativa a EFAM o a sus Clientes. En el caso en que se haga pública finalmente información confidencial respecto de EFAM o de cualesquiera de sus Clientes, el funcionario deberá esperar un mínimo de dos días laborales antes de invertir basado en esa información, para asegurarse que la misma es de público conocimiento.

Se espera que los funcionarios mantengan sus finanzas personales en orden. Los juegos de azar, préstamos excesivos o el no cumplimiento de obligaciones contraídas no son compatibles con la ética del personal de EFAM.

6.4. Relación Institucional con Funcionarios Públicos

Los actos de hospitalidad hacia funcionarios públicos nunca deben ser de tal entidad o naturaleza que puedan tender a comprometer o dar la impresión de comprometer la integridad o la reputación tanto del Funcionario Público como de EFAM. Cuando corresponda, si la relación personal se extiende, deberá ser en la expectativa de que sea del conocimiento público.

7. MANEJO DE LA DOCUMENTACION DE EFAM

7.1. Contabilidad Adecuada

EFAM ha establecido controles internos contables y políticas de registro a los efectos de cumplir tanto con los requerimientos de la ley como con los del negocio de EFAM. Se espera que los funcionarios mantengan y adhieran a estos controles y políticas.

Los registros contables de EFAM deben estar completos, ajustados y tener un grado de detalle razonable. Tales registros incluyen los libros de registro originales y toda otra información financiera usada para el manejo interno, en la toma de decisiones y en la formulación de informes externos. Las transacciones que subyacen deberán estar adecuadamente autorizadas y registradas cronológicamente para permitir la preparación de los estados financieros de acuerdo con los principios de contabilidad generalmente aceptados y mantener la registración de los activos. No están permitidos fondos o activos que no estén completa y adecuadamente registrados en los libros de EFAM o de los fondos o fideicomisos que EFAM administra. Además, es ilegal falsificar cualquier libro, registro o cuenta que refleje operaciones de EFAM o disposición de los activos de EFAM o los fondos o fideicomisos que administra. Los funcionarios y empleados de EFAM deberán asegurarse que todas las operaciones con terceros estén debidamente documentadas y registradas, para evitar cualquier posible alegación de que EFAM respaldaba a tales personas efectuando un inadecuado registro o detalle de la naturaleza de las operaciones involucradas.

7.2. Fondos y Bienes Pertenecientes a EFAM

Los miembros del personal son responsables de utilizar los recursos de EFAM (incluyendo el tiempo, los materiales, los equipos y la información), para los fines de los negocios de EFAM y no para sus fines personales.

Cada miembro de EFAM es personalmente responsable de todos los fondos de EFAM sobre los cuales ejerce algún tipo de control. Los fondos de EFAM deben ser utilizados únicamente para los fines comerciales de EFAM.

EFAM se esfuerza en proporcionar a sus miembros el equipo y las herramientas adecuadas para la realización de sus tareas con eficiencia y eficacia. Los miembros del personal deben cuidar el equipo y las herramientas que utilizan, de forma responsable, y utilizarlos siempre para los fines de los negocios de EFAM.

Los miembros del personal no deben tener ninguna expectativa de privacidad con respecto a la información transmitida o almacenada en cualquier medio (ya sea papel, magnético, electrónico, etc.), arrendado a terceros por EFAM o que sea de propiedad de EFAM. En la medida que la ley lo permita, EFAM se reserva el derecho de acceder a dicha información en cualquier momento, ya sea con o sin la aprobación o consentimiento del personal.

7.3. Retención de Documentos

Cualquier miembro del personal deberá comunicar a su Responsable o al Directorio sobre cualquier tipo de documento que vaya dirigido a EFAM y que eventualmente llegara a sus manos. Queda prohibido destruir, ocultar o dañar cualquier tipo de documentación relacionado o dirigido a EFAM.

8. CUMPLIMIENTO DEL CODIGO DE ETICA

Se espera que el personal actúe en forma leal y honesta en todas las operaciones con terceros y que mantenga los altos estándares éticos de EFAM de acuerdo con este Código de Ética. Si se presenta la situación en la cual un funcionario no está seguro si se produce una trasgresión al presente Código, puede comunicarse con el Directo Ejecutivo o el Directorio para solicitar su orientación. El no cumplimiento de cualquiera de las normas de este Código de Ética es materia de las acciones disciplinarias que correspondan.

9. ADHESIÓN AL CODIGO DE ETICA

EFAM deberá proporcionar una copia del presente Código de Ética a todos los funcionarios, quienes suscribirán su adhesión al mismo mediante comunicación escrita.

ANEXO 7

ACTA DE DIRECTORIO DE FIDUCIARIO

ACTA DE DIRECTORIO 9

EF ASSET MANAGEMENT

ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A.

En Montevideo, a los 13 días del mes de agosto de 2014, a las 10:00 horas, en la sede social de la sociedad, se reúne el directorio de EF ASSET MANAGEMENT ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A. (en adelante la "Sociedad"), con la presencia del Dr. Diego Rodriguez (presidente) y la Dra. Sandra González (vicepresidente) quienes comparecen de forma personal a este acto.

Asimismo, se deja constancia que se encuentra presente el Cr. Bruno Gili, síndico de la Sociedad.

Reunido el directorio, por unanimidad se resuelve:

RESOLUCIÓN: Constituir un fideicomiso financiero mediante contrato que se firmará con Agroempresa Forestal S.A. y los Suscriptores Iniciales de los Valores, el cual se denominará "Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay 2", y emitir Certificados de Participación de dicho fideicomiso, una vez registrada dicha emisión en el Registro de Mercado de Valores del Banco Central del Uruguay, y de acuerdo a los términos y condiciones que se indican a continuación:

Denominación:	Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay 2
Fiduciario:	EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.
Fideicomitentes:	Suscriptores iniciales de los Valores
Administrador:	Agroempresa Forestal S.A.
Entidad Registrante	EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.
Entidad Representante	Bolsa Electrónica de Valores S.A.
Organizador:	Agroempresa Forestal S.A.
Agente de Pago:	EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.
Títulos a emitirse:	Certificados de Participación escriturales.
Activos del Fideicomiso:	El Fideicomiso invertirá en la compra y/o arrendamiento de inmuebles rurales para desarrollar una explotación forestal.

Moneda:	Dólar fondo.
Importe de la Emisión:	Hasta US$ 70.000.000
Distribuciones:	Toda vez que existan Fondos Netos Distribuibles luego de cada Cierre de Ejercicio, o al procederse a la venta de los Activos del Fideicomiso o por la distribución final de Fondos Netos Remanentes. En la primer etapa del Fideicomiso (año 0 a 8), si bien, habrán disponibilidades al cierre de cada balance, estos serán destinados al financiamiento del emprendimiento. Por lo tanto, en la esta etapa no habrán fondos a distribuir porque las disponibilidades deberán cubrir futuros gastos e inversiones.
Precio:	100%
Valor nominal de cada Certificado de Participación:	US$ 1.000
Fecha de Emisión:	Una vez registrada la oferta en el BCU.
Plazo del Fideicomiso:	30 años o hasta el momento en que se cancelen en forma total los Certificados de Participación emitidos por el Fiduciario, y se cancelen las demás obligaciones del Contrato de Fideicomiso
Reserva de Liquidación:	Es la reserva que será constituida por el Fiduciario, y mantenida por este luego de la extinción del presente Fideicomiso.
Reserva de Contingencias:	Es la reserva que podrá constituir el Fiduciario con fondos del Fideicomiso, para cubrir las contingencias del Fideicomiso durante el plazo de vigencia.
Calificadora de Riesgo:	CARE Calificadora de Riesgo S.R.L.
Asesor Legal:	Ferrere Abogados
Asesor Financiero:	CPA Ferrere
Inscripción:	Banco Central del Uruguay
Cotización:	BEVSA y/o Bolsa de Valores de Montevideo
Ley Aplicable:	Ley de la República Oriental del Uruguay
Periodo de Suscripción:	La suscripción de los Certificados de Participación deberá realizarse en los días que se determine en el Prospecto de Emisión.

Fecha de la Emisión: Una vez registrada la oferta pública en el BCU

Sin otros asuntos que considerar, se levanta la sesión a las 11 horas.

Diego Rodriguez
Presidente

Sandra González
Vicepresidente

Bruno Gili
Síndico

TESTIMONIO. Las dos fojas de fotocopias que anteceden, **CONCUERDAN BIEN Y FIELMENTE** con el original de su mismo tenor, que tuve de manifiesto: Acta de Directorio de Ef Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A. de fecha 13 de agosto de 2014, la cual luce copiada de fojas 9 a fojas 11 del libro de Actas de Directorio y Copiador de Cartas, inscripto ante el Registro Nacional de Comercio el 26 de agosto de 2013 con el número 18.494. **EN FE DE ELLO**; a solicitud de parte interesada y para su presentación ante quien corresponda, expido el presente en dos fojas de papel notarial de actuación de la serie Ey números 069925 y 069926, y lo sello, signo y firmo en Montevideo el dieciocho de agosto de dos mil catorce.-

025684

ALEXANDRA ROVERE RUIZ
ESCRIBANA PUBLICA

ANEXO 8

ULTIMOS ESTADOS CONTABLES DEL FIDUCIARIO

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

INFORME DE COMPILACIÓN
AL 30 DE SETIEMBRE DE 2014

CPA
FERRERE

Mendiburu Battistessa Nelson,
Gill Imbriaco Bruno Eduardo y Otros.
Edificio FERRERE
Juncal 1392
Montevideo CP 11000 - Uruguay
Teléfono: (598 2) 900 1000
Fax: (6982) 900 5000
www.cpa.com.uy

INFORME DE COMPILACIÓN

A los Señores Directores de
EF ASSET MANAGEMENT ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A.

Hemos efectuado una compilación del estado de situación financiera de EF ASSET MANAGEMENT ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A. al 30 de setiembre de 2014 y de los correspondientes estados de resultado integral, de cambios en el patrimonio neto y de flujo de efectivo por el período de nueve meses finalizado en dicha fecha, conjuntamente con sus notas explicativas y Anexo. Dichos estados contables constituyen afirmaciones de la Dirección de la Sociedad, quien es responsable por la información contenida en los mismos y por su presentación de acuerdo con normas contables adecuadas en Uruguay.

La referida compilación fue realizada de acuerdo con la Norma Internacional de Servicios Relacionados Nro. 4410 según lo establecido por el Pronunciamiento Nro. 18 del Colegio de Contadores, Economistas y Administradores del Uruguay, y se limitó a presentar bajo la forma de estados contables las afirmaciones de la Dirección, sobre la situación patrimonial y financiera y los resultados de la Sociedad.

El trabajo de compilación realizado no consistió en un examen de acuerdo con Normas Internacionales de Auditoria o una revisión limitada de los referidos estados contables, por lo cual no expresamos una opinión u otro tipo de conclusión sobre los mismos.

Dejamos constancia que nuestra vinculación con EF ASSET MANAGEMENT ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A. deriva de nuestra actuación como asesores contables externos.

Montevideo, 31 de octubre de 2014

CPA FERRERE

NELSON MENDIBURU
Socio
Contador Público
C.J.P.P.U. 42.226

PROFESIONALES
$ 130
017757 12

EF ASSET MANAGEMENT
ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A.

ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA
AL 30 DE SETIEMBRE 2014
(expresado en pesos uruguayos)

ACTIVO	Notas	30/09/2014	31/12/2013
ACTIVO CORRIENTE			
DISPONIBILIDADES			
Banco M/E		781,488	978,212
Banco M/N		840,954	386,856
Banco Central del Uruguay $		5,364	18,828
Banco Central del Uruguay USD		182,857	158,591
		1,810,663	1,542,487
OTROS ACTIVOS FINANCIEROS			
Intreses a cobrar		71,111	140,970
		71,111	140,970
CREDITOS POR VENTAS			
Deudores por ventas		2,340,982	1,509,007
		2,340,982	1,509,007
OTROS CREDITOS			
Pago anticipado de Impuestos		1,092,418	-
Certificado de créditos		778	-
Gastos a Facturar		36,230	14,386
Depósito en garantía en BCU	5	-	5,545,053
Crédito fiscal		-	63,001
		1,129,426	5,622,440
		5,352,182	8,814,904
ACTIVO NO CORRIENTE			
OTROS CREDITOS NO CORRIENTES			
Depósito en garantía en BCU	5	32,423,958	30,477,953
		32,423,958	30,477,953
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE		32,423,958	30,477,953
TOTAL ACTIVO		37,776,140	39,292,857
CUENTAS DE ORDEN	9	4,670,056,155	4,276,134,890

Las notas 1 a 11 y los anexos que se acompañan forman parte de los presentes estados contables.

Diego Rodriguez
Presidente

Bruno Gili
Síndico

EF ASSET MANAGEMENT
ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A.

ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA
AL 30 DE SETIEMBRE 2014
(expresado en pesos uruguayos ajustados)

PASIVO	Notas	30/09/2014	31/12/2013
PASIVO CORRIENTE			
DEUDAS COMERCIALES			
Honorarios Profesionales		1,133,325	70,187
		1,133,325	70,187
DEUDAS DIVERSAS			
DGI a Pagar		49,832	-
Provision Deudas Fiscales		889,467	57,320
Provisión Honorarios Profesionales		165,000	109,222
		1,104,299	166,542
DEUDAS FINANCIERAS			
Préstamos en UI		-	5,545,053
Intereses a pagar		44,124	27,789
		44,124	5,572,842
TOTAL PASIVO CORRIENTE		2,281,749	5,809,571
PASIVO NO CORRIENTE			
DEUDAS FINANCIERAS			
Préstamos en UI	6	17,847,680	19,386,701
		17,847,680	19,386,701
TOTAL PASIVO NO CORRIENTE		17,847,680	19,386,701
TOTAL PASIVO		20,129,429	25,196,272
PATRIMONIO	7		
CAPITAL			
Capital Integrado		7,893,301	7,893,301
Reexpresion monetaria		2,343,263	2,343,263
		10,236,564	10,236,564
RESERVAS			
Reserva legal		193,002	23,810
		193,002	23,810
RESULTADOS			
Resultados acumulados		3,667,019	452,386
Resultado del periodo		3,550,126	3,383,825
		7,217,145	3,836,211
TOTAL PATRIMONIO		17,646,711	14,096,585
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO		37,776,140	39,292,857
CUENTAS DE ORDEN	9	4,670,056,155	4,276,134,880

Las notas 1 a 11 y los anexos que se acompañan forman parte de los presentes estados contables.

Diego Rodriguez
Presidente

Bruno Gill
Síndico

EF ASSET MANAGEMENT
ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A.

ESTADO DE RESULTADO INTEGRAL
POR EL PERÍODO DE 9 MESES FINALIZADO EL 30 DE SETIEMBRE DE 2014
(expresado en pesos uruguayos)

	30/09/2014	30/09/2013
INGRESOS OPERATIVOS		
Ingresos por servicios prestados	8,676,080	7,948,453
	8,676,080	7,948,453
GASTOS DE ADM. Y VENTAS		
Honorarios Profesionales	(5,719,465)	(4,297,380)
Impuesto al patrimonio	(396,585)	(488,156)
Tasa de control regulatorio del sistema financiero	(38,817)	(37,185)
Otros Impuestos	(11,896)	(10,961)
Papelería	-	(2,150)
Multas y recargos	(2,857)	(16,014)
Varios	(47,338)	(80,104)
IVA Perdida	(180,236)	(8,221)
Timbres profesionales	(19,439)	(13,490)
	(6,416,633)	(4,953,661)
RESULTADO OPERATIVO	2,259,447	2,994,792
RESULTADOS DIVERSOS		
Otros ingresos	-	39,490
	-	39,490
RESULTADOS FINANCIEROS		
Resultado por tenencia	201,032	(452,506)
Intereses ganados	256,684	225,494
Comisiones Bancarias	(26,039)	(17,598)
Diferencia de Cambio	1,424,955	1,402,879
Intereses perdidos	(105,658)	(92,608)
	1,750,975	1,065,660
IRAE	(460,297)	(747,707)
RESULTADO DEL PERIODO	3,550,126	3,352,235

Las notas 1 a 11 y los anexos que se acompañan forman parte de los presentes estados contables.

Diego Rodriguez
Presidente

Bruno Gill
Síndico

EF ASSET MANAGEMENT
ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A.

ESTADO DE FLUJO DE EFECTIVO
POR EL PERÍODO DE 9 MESES FINALIZADO EL 30 DE SETIEMBRE DE 2014
(expresado en pesos uruguayos)

	30/09/2014	30/09/2013
1. FLUJO DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE OPERACIÓN		
Resultado del periodo	3,550,126	3,352,235
Ajustes por:		
Provision impuestos nacionales	889,467	135,667
Resultados ganados devengados no percibidos	(1,989,948)	(771,477)
Resultados perdidos devengados no pagados	1,138,079	591,725
Cambios en activos operativos		
Deudores por Ventas	1,086,863	663,627
Otros Creditos	1,761,479	(1,980,182)
Cambios en pasivos operativos		
Deudas comerciales	134,183	(1,120,583)
Deudas diversas	(4,466,762)	1,475,005
Flujo neto aplicado a operaciones	**2,103,486**	**2,346,019**
2. FLUJO DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE INVERSION		
Constitución de depósito en garantía en BCU	-	(1,533,584)
Desafectación de depósito en Garantía BCU	598,962	424,402
Constitución de depósito en plazo fijo		
Cancelación (adquisición) de letras del Tesoro Americano	-	-
Cobro inteses bonos del tesoro	327,538	296,107
Flujo neto proveniente de actividades de inversión	**926,500**	**(813,075)**
3. FLUJO DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO		
Préstamo de terceros UI	-	1,091,194
Cancelación de Préstamos	(2,669,754)	(5,662,998)
Pago intereses prestamo UI	(92,057)	(57,572)
Flujo neto proveniente (aplicado) por actividades de financiamiento	**(2,761,811)**	**(4,629,375)**
4. AUMENTO (DISMINUCIÓN) DE EFECTIVO Y EQUIVALENTE	**268,176**	**(3,096,432)**
5. EFECTIVO Y EQUIVALENTE DE EFECTIVO AL INICIO	**1,542,487**	**5,875,690**
6. EFECTIVO Y EQUIVALENTE DE EFECTIVO AL FINAL	**1,810,663**	**2,779,257**

Las notas 1 a 11 y los anexos que se acompañan forman parte de los presentes estados contables.

Diego Rodriguez
Presidente

Bruno Gili
Síndico

EF ASSET MANAGEMENT
ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A.

ESTADO DE EVOLUCION DEL PATRIMONIO
POR EL PERÍODO DE 9 MESES FINALIZADO EL 30 DE SETIEMBRE DE 2014
(expresado en pesos uruguayos)

	30/09/2014					30/09/2013
	Capital Integrado	Ajustes al Patrimonio	Reserva Legal	Resultados Acumulados	Total Patrimonio Neto	Total Patrimonio Neto
Saldos al inicio del período	10,236,564		23,810	3,836,211	14,096,585	10,712,760
Reserva Legal	-		169,192	(169,192)	-	-
Resultado del período				3,550,126	3,550,126	270,600
Saldos al final del período	10,236,564	-	193,002	7,217,145	17,646,711	10,983,360

Las notas 1 a 11 y los anexos que se acompañan forman parte de los presentes estados contables.

Diego Rodriguez
Presidente

Bruno Gili
Síndico

EF ASSET MANAGEMENT
ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSION S.A.

NOTAS A LOS ESTADOS CONTABLES AL 30 DE SETIEMBRE DE 2014

NOTA 1 - INFORMACIÓN BÁSICA SOBRE LA EMPRESA

EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A. es una sociedad anónima cerrada, que tiene por objeto la administración de fondos de inversión y fideicomisos de cualquier naturaleza.

El 20 de agosto de 2003, el Banco Central del Uruguay (BCU) autorizó a la sociedad a funcionar en el marco de la Ley de Fondos de Inversión Nº 16.774 del 27 de septiembre de 1996 y su modificación posterior en la Ley Nº 17.202 de fecha 24 de septiembre de 1999.

El 9 de julio de 2004, el Banco Central del Uruguay autorizó a la Sociedad a actuar como Fiduciario Financiero en el marco de la Ley 17.703 de fecha 27 de octubre de 2003. Asimismo, en dicha fecha, la Sociedad fue inscripta en el Registro de Mercado de Valores del Banco Central del Uruguay como Fiduciario Financiero.

El 23 de mayo de 2005, el Banco Central del Uruguay autorizó a la Sociedad a actuar como Fiduciario Profesional en el marco de la Ley 17.703 de fecha 27 de octubre de 2003. Asimismo, en dicha fecha, la Sociedad fue inscripta en el Registro de Fiduciarios Profesionales, Sección Fiduciarios Generales.

NOTA 2 – ESTADOS FINANCIEROS INTERMEDIOS

Los presentes estados financieros han sido autorizados para su emisión por parte de EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.

NOTA 3 – BASES DE PREPARACIÓN DE LOS ESTADOS CONTABLES

3.1 - Normas contables aplicadas

A la fecha de emisión de los presentes estados contables, las normas contables adecuadas en Uruguay aplicables a la Sociedad se encuentran establecidas en los Decretos 103/91, 266/07 y 37/10.

El decreto 266/07 ha sido publicado con fecha 31 de julio de 2007, que hace obligatoria, como normas contables adecuadas en Uruguay, la aplicación de las Normas Internacionales de Información Financiera adoptadas y traducidas a idioma español a esa fecha y las normas de presentación contenidas en el Decreto 103/91.

El decreto 37/10 clarifica en qué casos las normas internacionales de información financiera (NIIF) priman en materia de exposición sobre el Decreto 103/91 y en qué casos este último prima sobre las NIIF.

Con posterioridad a la fecha del Decreto 266/07 han sido modificadas, enmendadas y/o adoptadas por el IASB distintas normas e interpretaciones que aún no han sido adoptadas por la entidad por no serlo requerido por la legislación vigente, cuyo eventual impacto sobre la Sociedad no ha sido evaluado a la fecha.

3.2 - Concepto de capital utilizado

El concepto de capital utilizado para la determinación de los resultados es el capital financiero.

El resultado se ha determinado sobre la variación que ha tenido durante el período, el capital considerado como inversión en dinero.

3.3 - Definición de fondos

Para la preparación del estado de flujos de efectivo del período el concepto de fondos utilizado es el efectivo y equivalente de efectivo.

3.4 - Criterios de valuación y exposición

Los principales criterios de valuación y exposición utilizados para la preparación de los estados contables fueron los siguientes:

a) **Activos y pasivos en moneda extranjera:** Los activos y pasivos en moneda extranjera se han convertido a pesos uruguayos utilizando el tipo de cambio billete comprador interbancario vigente a la fecha de la transacción. La cotización vigente al 30 de setiembre de 2014 ($ 24,702 por US$ 1) y 31 de diciembre de 2013 ($ 21,424 por US$ 1). Los activos y pasivos en Unidades Indexadas (UI) se han convertido a pesos uruguayos utilizando el valor de la Unidad Indexada del cierre del período. Al 30 de setiembre de 2014 la cotización de 1 UI es $ 2,9094 y al 31 de diciembre 2013 fue de $ 2,7421. Las diferencias de cotización han sido imputadas al resultado del período.

b) **Activos y pasivos en moneda nacional:** Los activos y pasivos monetarios que corresponden a operaciones liquidables en pesos (caja y bancos, créditos, otros créditos y los pasivos en general) están expresados a su valor nominal.

c) **Cuentas de resultados:** Se ha aplicado el criterio de lo devengado para el reconocimiento de los ingresos e imputación de los egresos o costos incurridos

d) **Créditos:** Se presentan al valor nominal.

e) **Activos financieros:** Los Bonos del tesoro se presentan como parte de la garantía en BCU. Los mismos son valuados a su cotización sin cupón al cierre. Se exponen como activos financieros los intereses devengados a cobrar correspondientes.

f) **Depósitos afectados en garantía:** Se presentan al importe efectivamente depositado.

g) **Otros pasivos financieros:** Se presentan al costo amortizado.

h) **Impuesto a la renta:** El cargo por el impuesto corriente se determina aplicando la tasa del 25% sobre la utilidad impositiva del período.

Adicionalmente, no se registra el impuesto a la renta diferido, pues no existen diferencias significativas entre las bases fiscales y las contables en la valuación de activos y pasivos.

3.5 - Uso de estimaciones contables y juicios

La preparación de los estados contables a una fecha determinada requiere que la Dirección y Gerencia de la Sociedad 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 período o ejercicio. Los resultados reales que ocurran en el futuro pueden diferir de las estimaciones y evaluaciones realizadas por la Dirección y Gerencia.

NOTA 4 – ACTIVOS Y PASIVOS EN MONEDA DISTINTA AL PESO URUGUAYO

Los Estados de Situación Patrimonial al 30 de setiembre de 2014 y al 31 de diciembre de 2013 incluyen los siguientes saldos en moneda distinta al peso uruguayo:

Dólares americanos

	30.09.2014		31.12.2013	
	USD	$	USD	$
ACTIVO				
Corriente				
Banco M/E	31,637	781,488	45,660	978,212
Banco Central del Uruguay	-	-	7,402	158,691
Intereses a cobrar	2,879	71,111	6,580	140,970
Deudores por ventas	14,545	359,291	26,526	568,293
No Corriente				
Deposito en gtía. Bonos	250,950	6,198,967	242,025	5,185,144
Otros créditos		-	-	-
Total	**300,010**	**7,410,856**	**328,193**	**7,031,211**

	30.09.2014		31.12.2013	
	USD	$	USD	$
PASIVO				
Deudas comerciales	10,761	265,818	-	-
Total	**10,761**	**265,818**	**-**	**-**
Posición neta	**289,249**	**7,145,038**	**328,193**	**7,031,211**

Unidades Indexadas

	30.09.2014		31.12.2013	
	UI	Equivalente en $	UI	Equivalente en $
ACTIVO				
Corriente				
Depósito en garantía (Otros créditos)	-	-	2,022,192	5,545,053
No Corriente				
Depósito en garantía (Otros créditos)	9,013,883	26,224,991	9,223,883	25,292,809
Total	9,013,883	26,224,992	11,246,075	30,837,862
PASIVO				
Corriente				
Intereses a pagar	15,166	44,124	10,134	27,789
Préstamos en UI	-	-	2,022,192	5,545,053
No Corriente				
Préstamos en UI	6,134,488	17,847,680	7,070,020	19,386,701
Total	6,149,654	17,891,804	9,102,346	24,959,543
Posición neta	2,864,229	8,333,188	2,143,729	5,878,319

NOTA 5 – BIENES DE DISPONIBILIDAD RESTRINGIDA

5.1 - Saldos

Los depósitos en garantía corresponden a la prenda constituida a favor del BCU en cumplimiento de la normativa vigente (Circular 1982 del 31 de diciembre de 2007). La garantía deberá mantenerse en todo momento, y consistirá en prenda, expresada en Unidades Indexadas, sobre depósito en efectivo, constituido en el Banco Central del Uruguay. Dicho depósito no devengará intereses.

El saldo al 30 de setiembre de 2014 asciende a UI 9.013.883 equivalentes a $ 26.224.991 y US$ 250.950 equivalente a $ 6.198.967 depositados en un Bono del Tesoro Uruguayo valor nominal US$ 210.000, sumando la totalidad de $ 32.423.882,32 (UI 11.246.075 y US$ 242.025 equivalentes a $ 36.023.006 al 31 de diciembre de 2013).

El monto puede ser liberado en función de las cancelaciones parciales futuras de los fideicomisos financieros administrados. Con fecha 28 de Junio de 2013 se rescindió el contrato de fideicomiso financiero NZFSU I. Mediante resolución del 30 de abril de 2014 el BCU resolvió cancelar la inscripción de los títulos de deuda del fideicomiso.
Se solicitó al BCU la liberación del depósito en garantía de UI 2.022.192 (equivalente a $ 5.719.770) la cual fue liberada el 10 de junio de 2014.

5.2 - Movimientos

Con fecha 06 de junio de 2014 se realizó una desafectación con la cual se canceló parcialmente el préstamo del Discount Bank, la misma ascendió a UI 210.000.

Con fecha 1 de julio de 2013, se solicitó al BCU la desafectación de UI 2.022.192 correspondientes a la garantía del Fideicomiso Financiero NZFSU I, la cual fue liberada el 10 de junio de 2014.

El 26 de agosto de 2013 se constituyó la garantía correspondiente al Fideicomiso Financiero Prontol 3. Dicha garantía ascendió a UI 412.612.

Con fecha 20 de setiembre de 2013 se constituyó garantía por UI 166.000 de forma de no quedar por debajo del mínimo exigido por normativa debido al aumento en la cotización del dólar.

Con fecha 11 de abril de 2014, se solicitó al BCU la desafectación de UI 210.000 correspondientes a la garantía del Fideicomiso Financiero FTUII, la misma fue liberada el 10 de junio de 2014.

5.3 Valuación de valores afectados en garantía:

a) Bonos del Tesoro:

La valuación de los mismos al 30 de setiembre de 2014, es la siguiente:

	Valor nominal USD	Precio sin cupón	Tasa anual	Vencimiento	Valor en USD	Equivalente en $
Bonos del tesoro	210,000	119.5	7,05%	21/07/2019	250,950	6,198,967

Al 31 de diciembre 2013 corresponden a (incluidos dentro del activo no corriente):

	Valor nominal USD	Precio sin cupón	Tasa anual	Vencimiento	Valor en USD	Equivalente en $
Bonos del tesoro	210.000	115,25	7,05%	21/07/2019	242.025	5.185.144

NOTA 6 – OTROS PASIVOS FINANCIEROS

Las deudas financieras al 30 de setiembre de 2014 y al 31 de diciembre de 2013 corresponden a:

	30.09.2014		31.12.2013	
	UI	Equivalente en $	UI	Equivalente en $
CORTO PLAZO				
Fondos de terceros (2)	-	-	2,022,192	5,545,053
	-	-	2,022,192	5,545,053
LARGO PLAZO				
Discount Bank L.A (1)	2,676,957	7,788,338	2,888,957	7,921,808
Fondos de terceros (2)	3,457,531	10,059,342	4,181,063	11,464,893
	6,134,488	17,847,680	7,070,020	19,386,701
Total	6,134,488	17,847,680	9,092,212	24,931,754

(1) Corresponde a dos préstamos por UI 2.000.000 y UI 1.050.000 pactados con intereses a una tasa efectiva anual del 2% (dos por ciento) pagaderos en forma semestral, calculados sobre el monto del capital pendiente de pago a la fecha. Los mismos serán cancelados parcialmente a medida que los depósitos afectados en garantía (Nota 5) son liberados por el BCU. Con fecha 10 de junio de 2014 se cancelaron UI 2.022.192.

(2) Financiamiento recibido a efectos de constituir los depósitos en garantía requeridos por la normativa vigente. Corresponden a préstamos sin intereses y sin vencimiento, los mismos son cancelados a medida que los depósitos afectados en garantía (Nota 5) son liberados por el BCU. Con fecha 17 de junio de 2014 se cancelaron U$S 90.000.

El manejo de la liquidez se realiza a partir del calce de operaciones en los depósitos afectados en garantía (Nota 5) y los pasivos financieros correspondientes.

NOTA 7 - PATRIMONIO

Al 30 de setiembre de 2014 y al 31 de diciembre de 2013 el capital integrado asciende a $ 7.893.301 históricos representado por 788 acciones nominativas de valor nominal $ 10.000 cada una, y dos certificados provisorios nominativos por $ 6.650,50 cada uno. El capital autorizado asciende a $ 10.000.000.

NOTA 8 – PARTES VINCULADAS

A continuación, se detallan los saldos y transacciones mantenidos con las partes vinculadas:

Saldos con CPA/Ferrere	30.09.2014 USD	30.09.2014 Equivalente en $	31.12.2013 USD	31.12.2013 Equivalente en $
Deudas comerciales	45,880	1,133,324	3,233	69,272
Deudas Financieras				
Total	**45,880**	**1,133,324**	**3,233**	**69,272**

Saldos con Ferrere	30.09.2014 UI	30.09.2014 Equivalente en $	31.12.2013 UI	31.12.2013 Equivalente en $
Deudas financieras	1,637,968	4,765,504	2,361,500	6,475,469
Total	**1,637,968**	**4,765,504**	**2,361,500**	**6,475,469**

Transacciones con CPA / Ferrere	30.09.2014 USD	30.09.2014 Equivalente en $	30.09.2013 USD	30.09.2013 Equivalente en $
Honorarios profesionales	241,528	5,552,655	210,782	4,248,172
Total	**241,528**	**5,552,655**	**210,782**	**4,248,172**

Transacciones con Ferrere	30.09.2014 USD	30.09.2014 Equivalente en $	30.09.2013 USD	30.09.2013 Equivalente en $
Pago préstamo	90,000	2,223,180	-	-
Total	**90,000**	**2,223,180**	**-**	**-**

NOTA 9 – FIDEICOMISOS ADMINISTRADOS

9.1 - Fideicomiso de Administración - Marstar Invest S.A

Con fecha 22 de diciembre de 2005 se firmó el contrato de Fideicomiso de Administración con Marstar Invest S.A. en su calidad de Fiduciario del Fideicomiso culminándose la inscripción ante el Registro Nacional de Actos Personales el 5 de enero de 2006.

El objetivo del fideicomiso es que el Fiduciario se haga cargo de la administración del Crédito que existe entre las partes involucradas hasta su total cancelación.
Con fecha 30 de octubre de 2012 se procedió a modificar el cronograma de acuerdo a las clausulas establecidas en el contrato.

9.2 - Fideicomiso de Administración

Con fecha 16 de Agosto de 2006 se firmó el contrato de Fideicomiso de Administración de una persona física del exterior culminando la inscripción ante el Registro Nacional de Actos Personales el 4 de Octubre de 2006. EF Asset Management actúa como fiduciario del mismo.

El presente Fideicomiso tiene por finalidad encomendar al Fiduciario administrar el paquete accionario de una sociedad.

9.3 – Fideicomiso Financiero CFP

El 20 de julio de 2007 se celebró un contrato de Fideicomiso con CERRO FREE PORT S.A.

En el mismo se constituye un Fideicomiso denominado "Fideicomiso Financiero CFP" en virtud del cual Cerro Free Port S.A. ("Fideicomitente") transfiere al patrimonio del Fideicomiso el Crédito derivado de un Acuerdo Transaccional celebrado con el Estado.

Como consecuencia del Acuerdo el Estado se obligó a pagar al Fideicomitente la suma de USD 28.500.000 de la siguiente forma: USD 6.000.000 que fueron abonados el día 27 de junio de 2007 y el saldo en 10 cuotas anuales, iguales y consecutivas de USD 2.250.000 cada una, venciendo la primera a los 365 días de realizado el primer pago con más el 7% de interés anual sobre saldos.

La finalidad del Fideicomiso es dotar de liquidez al Fideicomitente a través de la securitización del Crédito de largo plazo contra el Estado correspondientes a las 10 cuotas anuales de USD 2.250.000. Tal objetivo se logra mediante la emisión de los Títulos de Deuda mediante oferta pública por parte del Fiduciario garantizado con el bien fideicomitido por el Fideicomitente.

El 1° de noviembre de 2007 se realizó la emisión de títulos de deuda por un valor nominal de USD 22.500.000.

El monto remanente de los títulos de deuda al 30 de setiembre de 2014 asciende a USD 6.750.000 (USD 9.000.000 al 31 de diciembre de 2013).

9.4 – Fideicomiso de Garantía NZFSU I

Con fecha 5 de diciembre de 2008 se celebró un contrato de fideicomiso de garantía con TELENSY S.A., GINOK S.A. y GABEGIM SOCIEDAD AGRARIA LIMITADA (Fideicomitentes) y ABN AMRO N.V. Sucursal Montevideo. BANCO DE LA REPUBLICA ORIENTAL DEL URUGUAY (beneficiarios).

Dicho fideicomiso se constituyó a los efectos de garantizar los préstamos que tienen los fideicomitentes con los beneficiarios. A tales efectos se transfiere al fideicomiso la totalidad de derechos de propiedad y posesión de determinados Inmuebles detallados en el contrato.
El fideicomiso tenía un plazo de 30 años o hasta la extinción o disposición de todos los bienes fideicomitidos lo que ocurra primero.

Según lo establecido en el acta de asamblea de titulares de títulos de deuda del Fideicomiso Financiero NZFSU I celebrada el 5 de junio de 2013, se resolvió la recisión del Fideicomiso, considerando que los Fideicomitentes adquirieron el 100% de los títulos de deuda en circulación y son al mismo tiempo Fideicomitentes y Titulares del Fideicomiso. Rescindiéndose en consecuencia su fideicomiso de garantía.

9.5 – Fideicomiso Financiero NZFSU I

Con fecha 11 de junio de 2009 se celebró un contrato de Fideicomiso con GIMLEY S.A. y LEMBAY S.A. En el mismo se constituye un Fideicomiso denominado "Fideicomiso Financiero NZFSU I", en virtud del cual GIMLEY S.A. y LEMBAY S.A. ("Fideicomitente") transfiere al patrimonio del Fideicomiso créditos resultantes de la venta de leche fluida de aquellos establecimientos lecheros que ya integran o que integrarán una vez constituidos y puestos en funcionamiento.

Las Fideicomitentes son junto con Gabefox S.A., Dunkit S.A., Ginok S.A. todas filiales (100% de propiedad) de New Zealand Farming Systems Uruguay Ltd. ("NZFSU") sociedad de responsabilidad limitada de Nueva Zelanda.

Con el objetivo de continuar el desarrollo y de completar su Proyecto comercial en la República Oriental del Uruguay. NZFSU a través de sus filiales uruguayas ha decidido recurrir al financiamiento público a largo plazo, a cuyos efectos ha dispuesto ceder a uno o más fideicomisos financieros. El objetivo se logra mediante la emisión de los Títulos de Deuda por oferta pública por parte del Fiduciario garantizado con un fideicomiso de garantía sobre inmuebles.

Con fecha 25 de junio de 2009 el BCU a través de la Intendencia de Regulación Financiera resolvió la inscripción de los títulos de deuda a emitirse por el Fideicomiso.

Según lo establecido en el acta de asamblea de titulares de títulos de deuda del Fideicomiso Financiero Fideicomiso Financiero NZFSU I celebrada el 5 de junio de 2013, se resolvió la recisión del Fideicomiso, considerando que los Fideicomitentes adquirieron el 100% de los títulos de deuda en circulación y son al mismo tiempo Fideicomitentes y Titulares del Fideicomiso.

Por lo antes mencionado, se resolvió rescindir el contrato de Fideicomiso, cancelar los Títulos de Deuda emitidos por el fideicomiso y entregar los bienes fideicomitidos remanentes al Fideicomitente tal como expresamente se estableció en la cláusula 14 del Contrato de Fideicomiso.

Asimismo se resolvió pagar honorarios por rescisión del contrato al Fiduciario tal cómo se expresa en la cláusula 4 del contrato de rescisión, los cuales ascendieron a USD 65.000.

9.6- Fideicomiso Financiero Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo II

Mediante contrato celebrado el 06 de julio de 2010, modificado el 20 de septiembre del mismo año, se constituyó el FIDEICOMISO FINANCIERO FONDO DE FINANCIAMIENTO DEL TRANSPORTE COLECTIVO URBANO DE MONTEVIDEO 2.
A través del citado contrato la Intendencia Municipal de Montevideo, en su calidad de administradora del Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo, cede y transfiere a EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A. (EFAM), en su calidad de Fiduciario del Fideicomiso, la totalidad de los flujos de fondos a percibir por el Fondo a partir de la fecha del citado contrato por concepto de Créditos. Dichos Créditos corresponden a la contribución del 5 % de la recaudación bruta total de las empresas de Transporte (RAINCOOP; CUTCSA; COETC; UCOT Y COME) proveniente de la venta de boletos por los servicios de transporte colectivo urbano de pasajeros. El activo del fideicomiso estará constituido por los derechos cedidos sobre estos Créditos.

En garantía del cumplimiento de las obligaciones derivadas del Contrato de Fideicomiso, se afectan los subsidios que las Empresas de Transporte tienen derecho a recibir de la Intendencia Municipal de Montevideo.

Con fecha 14 de Octubre de 2010, EFAM emitió por cuenta del Fideicomiso, títulos escriturales representativos de deuda por un valor nominal de UI 400.000.000 (Unidades indexadas cuatrocientos millones) para ser colocados en el mercado.

Dichos títulos devengarán un interés sobre saldos del 5,50% lineal anual, en unidades indexadas pagaderos mensualmente.

Para el cálculo de los intereses se considerará un año de 360 días y los días efectivamente transcurridos entre cada período de amortización y pago.

El fideicomiso se extinguirá cuando haya cancelado totalmente las obligaciones asumidas por la emisión de títulos de deuda realizada con un plazo máximo de 10 años.

El monto remanente de los títulos de deuda al 30 de setiembre de 2014 asciende a USD 4.052.100,36 y UI 255.599.941,38 (U$S 4.686.899,22 y UI 284.969.901,31 al 31 de diciembre de 2013).

9.7 - Fideicomiso Financiero Velum Overseas I

Mediante contrato celebrado el 29 de diciembre de 2010, se constituyó el Fideicomiso Financiero Velum Overseas I.

A través del citado contrato se aportan U$S 1.450.000 a efectos de que con los mismos se proceda a adquirir carteras de créditos para que sean administrados por Velum Credit Management.

Como contrapartida del aporte realizado, el Fideicomiso emitirá Certificados de Participación de oferta privada, no pudiéndose en ningún caso ofrecer los mismos en forma pública.

El fiduciario administrará el patrimonio del Fideicomiso conforme a las disposiciones del contrato

El monto remanente de los títulos de deuda al 30 de setiembre de 2014 asciende a USD 1.622.276,87 (U$S 1.622.276,42 al 31 de diciembre de 2013).

9.8 - Fideicomiso de Administración PJD 1

Con fecha 22 de noviembre de 2009 se firmó el contrato de Fideicomiso de Administración PJD1.

El mencionado fideicomiso tiene por finalidad encomendar al Fiduciario la administración de los bienes fideicomitidos que existe entre las partes involucradas hasta su total cancelación.

9.9 - Fideicomiso de Administración PJD 2

Con fecha 16 de noviembre de 2009 se firmó el contrato de Fideicomiso de Administración PJD2, culminando la inscripción ante el Registro Nacional de Actos Personales el 7 de enero de 2010. EF Asset Management actúa como fiduciario del mismo.

El mencionado fideicomiso tiene por finalidad encomendar al Fiduciario la administración de los bienes fideicomitidos que existe entre las partes involucradas hasta su total cancelación.

9.10 – Fideicomiso Financiero Bosques del Uruguay

Con fecha 06 de mayo de 2011 se celebra el contrato, en la ciudad de Montevideo, entre EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A. en calidad de "Fiduciario", Agroempresa Forestal S.A. en calidad de "Administrador" y los Suscriptores Iniciales de los Valores en calidad de "Fideicomitentes", constituyendo el Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay. El mismo fue protocolizado el 09 de mayo del corriente año.

El Fideicomiso se integrará con los importes a ser pagados por los Fideicomitentes en su carácter de suscriptores iniciales de los Valores, en las condiciones que se establecen en el Contrato y para ser destinados al cumplimiento de los fines del mismo.

Con los fondos provenientes de la colocación de los Valores (Certificados de Participación), el Fiduciario invertirá en la compra de Inmuebles rurales, situados dentro de la República Oriental del Uruguay, para el posterior desarrollo de la actividad silvícola, integrando el patrimonio del Fideicomiso.

El Plan de Negocios establece el marco dentro del cual se desarrollará la estrategia del Fideicomiso para cumplir con su fin, y específicamente indica los requisitos generales que han de reunir los Inmuebles a efectos de que el Fideicomiso pueda realizar dichas inversiones.

El Fiduciario designa al Administrador, por medio del Contrato de Administración, para cumplir la tarea de administrar los Bienes Fideicomitidos y llevar adelante la implementación del Plan de Negocios, con respecto al presente Fideicomiso y el Contrato de Administración. Sin perjuicio de esto, el Fiduciario mantendrá la responsabilidad por la gestión del Administrador por las tareas subcontratadas a éste.

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

El patrimonio del Fideicomiso estará constituido por los Activos y por todos los derechos económicos, presentes y futuros que generen los mismos. Quedará afectado única y exclusivamente a los fines que se destina y sólo podrán ejercitarse respecto a él, los derechos y acciones que se refieran a dichos bienes.

Con fecha 05 de agosto de 2011, EFAM emitió por cuenta del Fidecomiso, Certificados de Participación escriturales, por valor nominal de USD 50.000.000 (dólares americanos cincuenta millones).
Los Certificados de Participación darán a los Titulares derechos de participación sobre el resultado del Fideicomiso, de acuerdo a los términos y condiciones establecidas.

El Fideicomiso se mantendrá vigente por un plazo máximo de 30 años, o hasta el momento que se liquiden todos los Activos del Fideicomiso y se cancelen todas las obligaciones.

El monto remanente de los títulos de deuda al 30 de setiembre de 2014 asciende a USD 50.000.000 (USD 50.000.000 al 31 de diciembre de 2013).

9.11 – Fideicomiso Financiero Prontol 2

Con fecha 22 de julio de 2011 se celebró un contrato de Fideicomiso con KEDAL S.A.
En el mismo se constituye un Fideicomiso denominado "Fideicomiso Financiero Prontol 2", en virtud del cual KEDAL S.A. ("Fideicomitente") transfiere al patrimonio del Fideicomiso Créditos para la emisión de Valores.

La finalidad del Fideicomiso es dotar de liquidez al Fideicomitente a través de la securitización de los Créditos cedidos al Fideicomiso. Tal objetivo se logra mediante la emisión de los Valores por oferta pública por parte del Fiduciario garantizado con los Bienes Fideicomitidos.

El fideicomiso se integrará de créditos libres de obligaciones y gravámenes, identificados en el contrato de fideicomiso.

El monto remanente de los títulos de deuda al 30 de setiembre de 2014 asciende a UI 54.529.429,87 (UI 74.940.260 al 31 de diciembre de 2013).

9.12 – Fideicomiso Financiero Creditel

Con fecha 25 de octubre de 2011 se celebró un contrato de Fideicomiso con SOCUR S.A.
En el mismo se constituye un Fideicomiso denominado "Fideicomiso Financiero Creditel", en virtud del cual SOCUR S.A. ("Fideicomitente") transfiere al patrimonio del Fideicomiso Créditos para la emisión de Valores.

La finalidad del Fideicomiso es dotar de liquidez al Fideicomitente a través de la securitización de los Créditos cedidos al Fideicomiso. Tal objetivo se logra mediante la emisión de los Valores por oferta pública por parte del Fiduciario garantizado con los Bienes Fideicomitidos.

El fideicomiso se integrará de créditos libres de obligaciones y gravámenes, identificados en el contrato de fideicomiso.
Con fecha 15 de febrero de 2012, se envió carta al BCU informando la cancelación de la solicitud de emisión para el Fideicomiso Financiero Creditel.

9.13 – Fideicomiso Financiero de Inversiones y Rentas Inmobiliarias

Con fecha 6 de junio de 2011, se celebró un contrato de Fideicomiso se constituyó el fideicomiso FINANCIERO DE INVERSIONES Y RENTAS INMOBILIARIAS.

El 5 de agosto de 2011 el Banco Central del Uruguay (BCU) autorizó la inscripción del Fideicomiso en el Registro del Mercado de Valores (Comunicación Nº 2011/132).
Con fecha 16 de mayo de 2012 se realizó la emisión de los títulos mixtos que integran el fideicomiso.

Con los fondos que el Fiduciario obtuvo por la colocación de los Valores, el Fideicomiso invertirá en derechos reales y/o personales que otorguen al Fideicomiso la disposición efectiva y explotación de Inmuebles o instalaciones situados en todo el territorio de la República Oriental del Uruguay.

Los Inmuebles serán seleccionados por el Administrador de acuerdo con las pautas establecidas en el Plan General de Inversión y con su administración se procurará obtener una renta razonable en el mediano y largo plazo a los efectos de generar los fondos necesarios para repagar los Valores emitidos.

El monto remanente de los títulos de deuda al 30 de setiembre de 2014 asciende a USD 63.912.328,77. (USD 61.512.328,77 al 31 de diciembre de 2013).

9.14 – Fideicomiso Ganadero Banco Itau

El 4 de setiembre de 2012 se celebró el contrato de Fideicomiso de Garantía Ganadero Banco Itau. El Banco podrá otorgar a cada una de las personas que se adhieran al presente Fideicomiso (fideicomitentes) un crédito, ya sea bajo la forma de préstamo u otro mecanismo legalmente permitido.

En garantía del repago del crédito acordado con el Banco, cada Fideicomitente aportará al fideicomiso determinada cantidad de ganado bovino.

Los Bienes Fideicomitidos por cada Fideicomitente aseguran y asegurarán el fiel cumplimiento y pago puntual de todos los importes que adeude al Banco el respectivo Fideicomitente bajo su Crédito

9.15 – Fideicomiso Financiero Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Suburbano de Pasajeros

Mediante contrato celebrado el 06 de agosto de 2012, se constituyó el FIDEICOMISO FINANCIERO FONDO DE FINANCIAMIENTO DEL TRANSPORTE COLECTIVO SUBURBANO DE PASAJEROS.

A través del citado contrato el Ministerio de Transporte y Obras Públicas, en su calidad de administrador del Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Suburbano de Pasajeros, cede y transfiere al fideicomiso la totalidad de los flujos de fondos a percibir por el Fondo a partir de la fecha del citado contrato por concepto de Créditos. Dichos Créditos corresponden a la contribución del 5 % de la recaudación bruta total de las empresas de Transporte (COPSA; CUTCSA; COETC; UCOT; CASANOVA; SOLFY Y RAINCOOP) proveniente de la venta de boletos por los servicios de transporte colectivo suburbano de pasajeros. El activo del fideicomiso estará constituido por los derechos cedidos sobre estos Créditos.

En garantía del cumplimiento de las obligaciones derivadas del Contrato de Fideicomiso, se afectan los subsidios que las Empresas de Transporte tienen derecho a recibir del Fideicomiso de Administración del Boleto.

Con fecha 17 de diciembre de 2012, EFAM emitió por cuenta del Fideicomiso, títulos escriturales representativos de deuda por un valor nominal de UI 210.000.000 (Unidades indexadas doscientos diez millones) para ser colocados en el mercado.

Dichos títulos devengarán un interés sobre saldos del 3,50% lineal anual, en unidades indexadas pagaderos mensualmente.

Para el cálculo de los intereses se considerará un año de 360 días y los días efectivamente transcurridos entre cada período de amortización y pago.

El fideicomiso se extinguirá cuando haya cancelado totalmente las obligaciones asumidas por la emisión de títulos de deuda realizada con un plazo máximo de 30 años.

El monto remanente de los títulos de deuda al 30 de setiembre de 2014 asciende a UI 147.478.590,92 (UI 174.977.059,80 al 31 de diciembre de 2013).

9.16 – Fideicomiso de Garantía Aval Ganadero

Con fecha 13 de junio de 2013 se celebró el contrato de Fideicomiso de Garantía Aval Ganadero. HSBC Bank (Uruguay) podrá otorgar a cada una de las personas que se adhieran al presente Fideicomiso (fideicomitentes) un crédito documentado en vales u otro mecanismo legalmente permitido, de acuerdo a los términos y condiciones que en cada oportunidad sean negociadas y acordadas entre el banco y el productor.

En garantía del repago del crédito acordado con el Banco, cada Fideicomitente aportará al fideicomiso determinada cantidad de ganado.

Los Bienes Fideicomitidos por cada Fideicomitente aseguran y asegurarán el fiel cumplimiento y pago puntual de todos los importes que adeude al Banco el respectivo Fideicomitente bajo su Crédito

9.17 - Fideicomiso de Garantía Pesquerías Belnova

Con fecha 10 de octubre de 2013 se celebró el contrato de Fideicomiso de Garantía Pesquerías Belnova, a los efectos de garantizar por parte de Pesquerías Belnova el pago de las sumas adeudadas a Banco Santander, BBVA y Lloyd's TSB Bank, mediante la conformación de un patrimonio fideicomitido integrado por créditos que el fideicomitente tendrá derecho a cobrar en el futuro.

9.18 – Fideicomiso de Garantía CII – ERCSA

Mediante contrato celebrado el 4 de noviembre de 2013, se constituyó el Fideicomiso de Garantía CII - ERCSA.

Dicho fideicomiso se constituyó sobre títulos de deuda pública soberana de propiedad de ERCSA a los efectos de garantizar las obligaciones de ERCSA con CII, en virtud de una línea de crédito por USD 5.000.000.

9.19 – Fideicomiso Financiero Prontol 3

Con fecha 27 de enero de 2014 se emitieron los valores correspondientes al contrato de Fideicomiso firmado con KEDAL S.A el 21 de agosto de 2013.
En el mismo se constituye un Fideicomiso denominado "Fideicomiso Financiero Prontol 3", en virtud del cual KEDAL S.A. ("Fideicomitente") transfiere al patrimonio del Fideicomiso Créditos para la emisión de Valores.

La finalidad del Fideicomiso es dotar de liquidez al Fideicomitente a través de la securitización de los Créditos cedidos al Fideicomiso. Tal objetivo se logra mediante la emisión de los Valores por oferta pública y privada por parte del Fiduciario garantizado con los Bienes Fideicomitidos.

El fideicomiso se integrará de créditos libres de obligaciones y gravámenes, identificados en el contrato de fideicomiso.

El monto remanente de los títulos de deuda al 30 de setiembre de 2014 asciende a $ 217.922.249.

9.20 – Fideicomiso de Garantía Trump Tower Punta del Este

Mediante contrato celebrado el 11 de marzo de 2014, se constituyó el Fideicomiso de Garantía Trump Tower Punta del Este con el fin de de asegurar y garantizar a los Beneficiarios que los fondos que paguen y que deban pagar al Fideicomitente en virtud de los Contratos de Venta sean efectivamente destinados a la finalización y pago de los costos de obra (excluyendo honorarios y comisiones) de todos y cada uno de los Ítems incluidos en el presupuesto.

A tales efectos, el Fideicomitente se obliga a entregar al Fiduciario una copia de todos los contratos firmados con los contratistas respecto de los Ítems incluidos en el Presupuesto dentro de los 10 (diez) Días Hábiles de firmados.

9.21 – Fideicomiso de garantía Peñarol FEC

Con fecha 1 de Julio de 2014 se celebró el contrato de Fideicomiso de Garantía Peñarol FEC, el objeto del mismo es la constitución de la propiedad fiduciaria de los Créditos Cedidos que el fideicomitente transfiere con este Contrato al Fideicomiso con el fin de asegurar y garantizar el fiel cumplimiento y pago puntual de los importes que por capital e intereses se adeudan bajo el Crédito FEC.

9.22 – Fideicomiso Estadio – Club Atlético Peñarol

El 6 de Junio de 2014 se modificó el Fideicomiso de Administración Estadio – Club Atlético Peñarol, designándose a EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A. como Fiduciaria y el 18 de junio se ratificó y consintió el contrato por parte de ésta última.
El fin del Fideicomiso es la administración de la sociedad anónima que lleva adelante la construcción del Estadio del Club Atlético Peñarol.

NOTA 10 – RIESGOS FINANCIEROS

Las actividades de la Sociedad están alcanzadas por los riesgos financieros inherentes a su actividad. Los riesgos financieros a los que se encuentra expuesta la Sociedad son: riesgo de crédito, riesgo de liquidez y riesgo de mercado que incluyen los riesgos de las variaciones del tipo de cambio, riesgo de precios y los cambios en la tasa de interés.

La administración del riesgo es ejecutada por la Gerencia bajo políticas aprobadas por el Directorio. El Directorio es quien establece y supervisa las políticas de la Sociedad.

10.1 - Riesgo de crédito

Es el riesgo de que los clientes o la contraparte de un instrumento financiero no cumplan con sus obligaciones de pagos causando una pérdida financiera a la Sociedad.

Para los clientes que requieran créditos y no son sociedades vinculadas, la gerencia realiza análisis específicos. Las cuentas a cobrar son monitoreadas por la gerencia en función de las políticas crediticias establecidas.

10.2 - Riesgo de liquidez

Es el riesgo de que la Sociedad encuentre dificultades en cumplir sus obligaciones asociadas con pasivos financieros. La Gerencia maneja el riesgo de liquidez mediante el mantenimiento de niveles adecuados de disponibilidades que le permitan cumplir con los vencimientos de sus pasivos.

Se realiza un presupuesto de caja en forma anual el cual es revisado periódicamente, en el que se analiza las necesidades de fondos para cumplir con los vencimientos de los pasivos y en base al cual se toma las decisiones de las inversiones a realizar.

En caso de tener necesidades de fondos para cubrir temporalmente desfasajes en su flujo de efectivo, la Sociedad recurre a fuentes de financiamiento a través de sus accionistas o empresas vinculadas.

10.3 - Riesgo de mercado

Es el riesgo de que variaciones en los precios de mercado (tipo de cambio, tasa de interés) afecten los resultados de la Sociedad.

i) Riesgo de tipo de cambio

La Sociedad incurre en el riesgo de tipo de cambio del peso uruguayo respecto al dólar estadounidense y a la Unidad Indexada en su inversión en Bonos del Tesoro Uruguayo, en parte de su facturación y en compras a proveedor de servicios profesionales (Ver posición neta en Nota 4).

La Gerencia monitorea este riesgo de forma de mantener la exposición al mismo en niveles aceptables. A su vez fija las tarifas a sus clientes en base a un análisis que considera las variaciones en el tipo de cambio, determinando los ajustes de precios que sean necesarios sin perder la competitividad de los mismos en el mercado.

ii) Riesgo de tasa interés

La Sociedad tiene únicamente un pasivo financiero sujeto tasa de interés fija y, adicionalmente, los mismos se valúan a costo amortizado por lo que no se encuentra expuesta al riesgo de tasa de interés.

Valor razonable

Los valores contables de activos y pasivos financieros no difieren significativamente de sus valores razonables.

NOTA 11 – HECHOS POSTERIORES

A la fecha de presentación de los presentes estados contables no existen otros hechos que puedan afectar a la Sociedad en forma significativa.

Diego Rodríguez
Presidente

Bruno Gili
Síndico

Deloitte.

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

Estados contables correspondientes al ejercicio finalizado el 31 de diciembre de 2013 e informe de auditoría independiente

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

Estados contables correspondientes al ejercicio finalizado el 31 de diciembre de 2013 e informe de auditoría independiente

Contenido

Informe de auditoría independiente

Estado de situación patrimonial

Estado de resultados

Estado de flujos de efectivo

Estado de evolución del patrimonio

Notas a los estados contables

Deloitte.

Deloitte S.C.
Juncal 1385, Piso 11
Montevideo, 11000
Uruguay

Tel: +598 2916 0756
Fax: +598 2916 3317
www.deloitte.com/uy

Informe de auditoría independiente

Sres. Directores y Accionistas de
EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.

Hemos auditados los estados contables de EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A. que se adjuntan; dichos estados contables comprenden el estado de situación patrimonial al 31 de diciembre de 2013, los correspondientes estados de resultados, de flujos de efectivo y de evolución del patrimonio por el ejercicio finalizado en esa fecha, y las notas de políticas contables significativas y otras notas explicativas a los estados contables.

Responsabilidad de la Dirección por los estados contables

La Dirección de EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A. es responsable por la preparación y la razonable presentación de estos estados contables de acuerdo con normas contables adecuadas en Uruguay. Esta responsabilidad incluye: diseñar, implementar y mantener un sistema de control interno adecuado para la preparación y presentación razonable de estados contables que estén libres de errores significativos, ya sea debido a fraude o error; seleccionar y aplicar políticas contables apropiadas; y realizar estimaciones contables razonables en las circunstancias.

Responsabilidad del Auditor

Nuestra responsabilidad es expresar una opinión sobre dichos estados contables basada en nuestra auditoría. Nuestra auditoría fue realizada de acuerdo con Normas Internacionales de Auditoría emitidas por la Federación Internacional de Contadores (IFAC). Estas normas requieren que cumplamos con requisitos éticos y planifiquemos y realicemos nuestra auditoría para obtener una seguridad razonable acerca de si los estados contables están libres de errores significativos.

Una auditoría implica realizar procedimientos para obtener evidencia de auditoría acerca de los montos y revelaciones en los estados contables. Los procedimientos seleccionados dependen del juicio profesional del auditor, incluyendo la evaluación de los riesgos de existencia de errores significativos en los estados contables, ya sea debido a fraude o error. Al hacer la evaluación de riesgos, el auditor considera los aspectos de control interno de la entidad relevantes para la preparación y presentación razonable de los estados contables con el fin de diseñar procedimientos de auditoría que sean apropiados en las circunstancias, pero no con el propósito de expresar una opinión acerca de la eficacia del control interno de la entidad. Una auditoría también incluye evaluar lo apropiado de las políticas contables utilizadas por la entidad y la razonabilidad de las estimaciones contables realizadas por la Dirección, así como evaluar la presentación general de los estados contables.

Consideramos que la evidencia de auditoría que hemos obtenido brinda una base suficiente y apropiada para sustentar nuestra opinión.

Deloitte se refiere a una o más de las firmas miembros de Deloitte Touche Tohmatsu Limited, una compañía privada del Reino Unido limitada por garantía, y su red de firmas miembros, cada una como una entidad única e independiente y legalmente separada. Una descripción detallada de la estructura legal de Deloitte Touche Tohmatsu Limited y sus firmas miembros puede verse en el sitio web www.deloitte.com/about.

Deloitte presta servicios de auditoría, impuestos, consultoría y asesoramiento financiero a organizaciones públicas y privadas de diversas industrias. Con una red global de firmas miembros en más de 150 países, Deloitte brinda sus capacidades de clase mundial y su profunda experiencia local para ayudar a sus clientes a tener éxito donde sea que operen. Aproximadamente 195.000 profesionales de Deloitte se han comprometido a convertirse en estándar de excelencia.

Opinión

En nuestra opinión, los estados contables referidos precedentemente presentan razonablemente, en todos los aspectos importantes, la situación patrimonial de EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A. al 31 de diciembre de 2013, los resultados de sus operaciones y los flujos de efectivo correspondientes al ejercicio finalizado en esa fecha, de acuerdo con normas contables adecuadas en Uruguay.

26 de marzo de 2014

Fulvio Impallomeni
Socio, Deloitte S.C.

DELOITTE S.C.

CAJA DE JUBILACIONES Y PENSIONES DE PROFESIONALES UNIVERSITARIOS
$ 1000 PESOS URUGUAYOS TIMBRE LEY 17.738
002752

CAJA DE JUBILACIONES Y PENSIONES DE PROFESIONALES UNIVERSITARIOS
$ 500 PESOS URUGUAYOS TIMBRE LEY 17.738
011458

FULVIO IMPALLOMENI MARCHETTI

Firmado digitalmente por FULVIO IMPALLOMENI MARCHETTI
Nombre de reconocimiento (DN): email=fimpallomeni@deloitte.com, c=UY, serialNumber=IDE13091115, cn=FULVIO IMPALLOMENI MARCHETTI
Fecha: 2014.03.28 16:49:49 -03'00'

LEONARDO ISOARDI /3337882

Firmado digitalmente por LEONARDO ISOARDI /3337882
Nombre de reconocimiento (DN): c=UY, o=EF ASSET MANAGEMENT, ou=Banco Central del Uruguay, cn=LEONARDO ISOARDI /3337882, email=lisoardi@cpa.com.uy
Fecha: 2014.03.28 17:30:48 -03'00'

EF ASSET MANAGEMENT
ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A.

ESTADO DE SITUACIÓN PATRIMONIAL
AL 31 DE DICIEMBRE DE 2013
(expresado en pesos uruguayos)

ACTIVO	Notas	31/12/2013	31/12/2012
ACTIVO CORRIENTE			
DISPONIBILIDADES			
Banco M/E		978,212	4,582,287
Banco M/N		386,856	992,561
Banco Central del Uruguay $		18,828	13,610
Banco Central del Uruguay USD		158,591	287,232
		1,542,487	5,875,690
OTROS ACTIVOS FINANCIEROS			
Depósito en garantía en BCU	5	5,545,053	-
Intreses a cobrar		140,970	127,659
		5,686,023	127,659
CREDITOS POR VENTAS			
Deudores por ventas		1,509,007	819,580
		1,509,007	819,580
OTROS CREDITOS			
Pago anticipado de impuestos		-	3,133
Certificado de créditos		-	16,014
Gastos a facturar		14,386	-
Crédito fiscal		63,001	-
		77,387	19,147
TOTAL ACTIVO CORRIENTE		8,814,904	6,842,076
ACTIVO NO CORRIENTE			
OTROS ACTIVOS FINANCIEROS NO CORRIENTES			
Depósito en garantía en BCU	5	30,477,953	32,612,241
		30,477,953	32,612,241
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE		30,477,953	32,612,241
TOTAL ACTIVO		39,292,857	39,454,317
CUENTAS DE ORDEN	9	4,183,738,159	4,520,054,065

Las notas 1 a 12 y los anexos que se acompañan forman parte de los presentes estados contables.

Diego Rodriguez
Presidente

Bruno Gili
Síndico

EF ASSET MANAGEMENT
ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A.

ESTADO DE SITUACIÓN PATRIMONIAL
AL 31 DE DICIEMBRE DE 2013
(expresado en pesos uruguayos ajustados)

PASIVO	Notas	31/12/2013	31/12/2012
PASIVO CORRIENTE			
DEUDAS COMERCIALES			
Honorarios profesionales		70,187	1,236,285
Anticipo de cliente		-	192
		70,187	1,236,477
DEUDAS DIVERSAS			
Provision deudas fiscales		57,320	-
Provisión honorarios profesionales		109,222	101,607
		166,542	101,607
DEUDAS FINANCIERAS			
Préstamos en UI		5,545,053	-
Intereses a pagar		27,789	26,592
		5,572,842	26,592
TOTAL PASIVO CORRIENTE		**5,809,571**	**1,364,676**
PASIVO NO CORRIENTE			
DEUDAS FINANCIERAS			
Préstamos en UI	6	19,386,701	27,376,881
		19,386,701	27,376,881
TOTAL PASIVO NO CORRIENTE		**19,386,701**	**27,376,881**
TOTAL PASIVO		**25,196,272**	**28,741,557**
PATRIMONIO	7		
CAPITAL			
Capital integrado		7,893,301	7,893,301
Reexpresion monetaria		2,343,263	2,343,263
		10,236,564	10,236,564
RESERVAS			
Reserva legal		23,810	-
		23,810	-
RESULTADOS			
Resultados acumulados		452,386	(1,217,934)
Resultado del ejercicio		3,383,825	1,694,130
		3,836,211	476,196
TOTAL PATRIMONIO		**14,096,585**	**10,712,760**
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO		**39,292,857**	**39,454,317**
CUENTAS DE ORDEN	9	**4,183,738,159**	**4,520,054,065**

Las notas 1 a 12 y los anexos que se acompañan forman parte de los presentes estados contables.

Diego Rodriguez
Presidente

Bruno Gili
Síndico

EF ASSET MANAGEMENT
ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A.

ESTADO DE RESULTADOS
POR EL EJERCICIO FINALIZADO EL 31 DE DICIEMBRE DE 2013

(expresado en pesos uruguayos)

	Notas	31/12/2013	31/12/2012
INGRESOS OPERATIVOS			
Ingresos por servicios prestados		10,570,332	8,113,913
		10,570,332	8,113,913
GASTOS DE ADMINISTRACIÓN Y VENTAS			
Honorarios profesionales		(6,447,313)	(5,188,594)
Impuesto al patrimonio		(452,490)	(474,886)
Tasa de control regulatorio del sistema financiero		(49,723)	(39,587)
Otros impuestos		(10,961)	(19,330)
Papelería		(4,700)	(1,600)
Multas y recargos		(16,014)	-
Varios		(82,199)	(61,964)
IVA Perdida		(8,221)	-
Timbres profesionales		(14,450)	(10,300)
		(7,086,071)	(5,796,261)
RESULTADO OPERATIVO		3,484,261	2,317,652
RESULTADOS DIVERSOS			
Otros ingresos		39,490	-
		39,490	-
RESULTADOS FINANCIEROS			
Resultado por tenencia		(586,869)	115,631
Intereses ganados		305,538	302,054
Comisiones Bancarias		(23,853)	(12,970)
Diferencia de Cambio		1,324,803	(346,755)
Intereses perdidos		(132,922)	(107,594)
		886,697	(49,634)
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS		4,410,448	2,268,018
IRAE	11	(1,026,623)	(573,888)
RESULTADO DEL EJERCICIO		3,383,825	1,694,130

Las notas 1 a 12 y los anexos que se acompañan forman parte de los presentes estados contables.

Diego Rodriguez
Presidente

Bruno Gili
Síndico

EF ASSET MANAGEMENT
ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A.

ESTADO DE EVOLUCION DEL PATRIMONIO
POR EL EJERCICIO FINALIZADO EL 31 DE DICIEMBRE DE 2013
(expresado en pesos uruguayos)

	31/12/2013					31/12/2012
	Capital integrado	Ajustes al patrimonio	Reserva legal	Resultados acumulados	Total patrimonio neto	Total patrimonio neto
Saldos al inicio del período	10,236,564	-	-	476,196	10,712,760	9,018,630
Reserva legal	-	-	23,810	(23,810)	-	-
Resultado del periodo	-	-	-	3,383,825	3,383,825	1,694,130
Saldos al final del periodo	10,236,564	-	23,810	3,836,211	14,096,585	10,712,760

Las notas 1 a 12 y los anexos que se acompañan forman parte de los presentes estados contables.

Diego Rodriguez
Presidente

Bruno Gili
Síndico

EF ASSET MANAGEMENT
ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A.

ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO
POR EL EJERCICIO FINALIZADO EL 31 DE DICIEMBRE DE 2013
(expresado en pesos uruguayos)

	31/12/2013	31/12/2012
1. FLUJO DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE OPERACIÓN		
Resultado del periodo	3,383,825	1,694,130
Ajustes por:		
Provision impuestos nacionales	1,490,074	1,079,201
Resultados ganados devengados no percibidos	(1,377,862)	(799,446)
Resultados perdidos devengados no pagados	194,540	1,141,704
Cambios en activos operativos		
Deudores por Ventas	547,464	985,781
Otros Creditos	(2,528,271)	(2,332,617)
Cambios en pasivos operativos		
Deudas comerciales	(1,223,820)	(477,018)
Deudas diversas	701,784	920,201
Flujo neto proveniente de operaciones	**1,187,734**	**2,211,936**
2. FLUJO DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE INVERSION		
Constitución de depósito en garantía en BCU	(1,533,584)	(3,390,162)
Desafectación de depósito en Garantía BCU	424,402	2,765,813
Cobro inteses bonos del tesoro	296,107	304,376
Flujo neto aplicado a actividades de inversión	**(813,075)**	**(319,973)**
3. FLUJO DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO		
Préstamo de terceros UI	1,091,194	10,577,965
Cancelación de Préstamos	(5,662,998)	(9,971,379)
Pago intereses prestamo UI	(136,058)	(47,791)
Flujo neto proveniente de (aplicado a) actividades de financiamiento	**(4,707,862)**	**558,795**
4. AUMENTO (DISMINUCIÓN) DE EFECTIVO Y EQUIVALENTE	**(4,333,203)**	**2,450,758**
5. EFECTIVO Y EQUIVALENTE DE EFECTIVO AL INICIO	**5,875,690**	**3,424,932**
6. EFECTIVO Y EQUIVALENTE DE EFECTIVO AL FINAL	**1,542,487**	**5,875,690**

Las notas 1 a 12 y los anexos que se acompañan forman parte de los presentes estados contables.

Diego Rodriguez
Presidente

Bruno Gili
Síndico

EF ASSET MANAGEMENT
ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSION S.A.

NOTAS A LOS ESTADOS CONTABLES AL 31 DE DICIEMBRE DE 2013

NOTA 1 - INFORMACIÓN BÁSICA SOBRE LA EMPRESA

EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A. es una sociedad anónima cerrada, que tiene por objeto la administración de fondos de inversión y fideicomisos de cualquier naturaleza.

El 20 de agosto de 2003, el Banco Central del Uruguay (BCU) autorizó a la sociedad a funcionar en el marco de la Ley de Fondos de Inversión Nº 16.774 del 27 de septiembre de 1996 y su modificación posterior en la Ley Nº 17.202 de fecha 24 de septiembre de 1999.

El 9 de julio de 2004, el Banco Central del Uruguay autorizó a la Sociedad a actuar como Fiduciario Financiero en el marco de la Ley 17.703 de fecha 27 de octubre de 2003. Asimismo, en dicha fecha, la Sociedad fue inscripta en el Registro de Mercado de Valores del Banco Central del Uruguay como Fiduciario Financiero.

El 23 de mayo de 2005, el Banco Central del Uruguay autorizó a la Sociedad a actuar como Fiduciario Profesional en el marco de la Ley 17.703 de fecha 27 de octubre de 2003. Asimismo, en dicha fecha, la Sociedad fue inscripta en el Registro de Fiduciarios Profesionales, Sección Fiduciarios Generales.

NOTA 2 – ESTADOS FINANCIEROS

Los presentes estados financieros han sido autorizados para su emisión por parte de EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A. con fecha 26 de marzo de 2013.

NOTA 3 – BASES DE PREPARACIÓN Y PRESENTACIÓN DE LOS ESTADOS CONTABLES

3.1 - Normas contables aplicadas

A la fecha de emisión de los presentes estados contables, las normas contables adecuadas en Uruguay aplicables a la Sociedad se encuentran establecidas en los Decretos 103/91, 266/07 y 37/10.

El Decreto 266/07 establece que los estados contables correspondientes a ejercicios que comiencen a partir del 1 de enero de 2009, deben ser obligatoriamente formulados cumpliendo las Normas Internacionales de Información Financiera adoptadas por el Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad (International Accounting Standards Board) a la fecha de publicación de dicho decreto (31 de julio de 2007), traducidas al idioma español según autorización del referido Consejo y publicadas en la página Web de la Auditoría Interna de la Nación.

El Decreto 37/010 establece que en aquellos casos en que las normas de presentación de estados contables previstas en el Decreto 103/91 no sean compatibles con las soluciones previstas sustancialmente en las normas internacionales de información financiera (recogidas a través del Decreto 266/07) primarán estas últimas. Sin perjuicio de esto, serán de aplicación requerida los criterios de clasificación y exposición de activos y pasivos corrientes y no corrientes en el estado de situación patrimonial y los criterios de clasificación y exposición de gastos por función en el estado de resultados.

Con posterioridad a la fecha del Decreto 266/07 han sido modificadas, enmendadas y/o adoptadas por el IASB distintas normas e interpretaciones que aún no han sido adoptadas por la entidad por no serlo requerido por la legislación vigente, cuyo eventual impacto sobre la Sociedad no ha sido evaluado a la fecha.

3.2 - Concepto de capital utilizado

El concepto de capital utilizado para la determinación de los resultados es el capital financiero.

El resultado se ha determinado sobre la variación que ha tenido durante el período, el capital considerado como inversión en dinero.

3.3 - Definición de fondos

Para la preparación del estado de flujos de efectivo del período el concepto de fondos utilizado es el efectivo y equivalente de efectivo.

3.4 - Criterios de valuación y exposición

Los principales criterios de valuación y exposición utilizados para la preparación de los estados contables fueron los siguientes:

a) **Activos y pasivos en moneda extranjera:** Los activos y pasivos en moneda extranjera se han convertido a pesos uruguayos utilizando el tipo de cambio billete comprador interbancario vigente a la fecha de la transacción. La cotización vigente al 31 de diciembre de 2013 ($ 21,424 por US$ 1) y 31 de diciembre de 2012 ($ 19,401 por US$ 1). Los activos y pasivos en Unidades Indexadas (UI) se han convertido a pesos uruguayos utilizando el valor de la Unidad Indexada del cierre del período. Al 31 de diciembre de 2013 la cotización de 1 UI es $ 2,7421 y al 31 de diciembre 2012 fue de $ 2,5266. Las diferencias de cotización han sido imputadas al resultado del período.

b) **Activos y pasivos en moneda nacional:** Los activos y pasivos monetarios que corresponden a operaciones liquidables en pesos (caja y bancos, créditos, otros créditos y los pasivos en general) están expresados a su valor nominal.

c) **Cuentas de resultados:** Se ha aplicado el criterio de lo devengado para el reconocimiento de los ingresos e imputación de los egresos o costos incurridos.

d) **Créditos:** Se presentan al valor nominal.

e) **Activos financieros:** Los Bonos del tesoro se presentan como parte de la garantía en BCU. Los mismos son valuados a su cotización sin cupón al cierre. Se exponen como activos financieros los intereses devengados a cobrar correspondientes.

f) **Depósitos afectados en garantía:** Se presentan al importe efectivamente depositado.

g) **Otros pasivos financieros:** Se presentan al costo amortizado.

h) **Impuesto a la renta:** El cargo por el impuesto corriente se determina aplicando la tasa del 25% sobre la utilidad impositiva del período.

Adicionalmente, no se registra el impuesto a la renta diferido, pues no existen diferencias significativas entre las bases fiscales y las contables en la valuación de activos y pasivos.

3.5 - Uso de estimaciones contables y juicios

La preparación de los estados contables a una fecha determinada requiere que la Dirección y Gerencia de la Sociedad 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 período o ejercicio. Los resultados reales que ocurran en el futuro pueden diferir de las estimaciones y evaluaciones realizadas por la Dirección y Gerencia.

NOTA 4 – ACTIVOS Y PASIVOS EN MONEDA DISTINTA AL PESO URUGUAYO

Los Estados de Situación Patrimonial al 31 de diciembre de 2013 y al 31 de diciembre de 2012 incluyen los siguientes saldos en moneda distinta al peso uruguayo:

Dólares americanos

	31.12.2013		31.12.2012	
	USD	Equivalente en $	USD	Equivalente en $
ACTIVO				
Corriente				
Banco M/E	45.660	978.212	236.188	4.582.287
Banco Central del Uruguay	7.402	158.591	14.805	287.232
Intereses a cobrar	6.580	140.970	6.580	127.659
Créditos por ventas	26.526	568.293	11.580	224.665
No corriente				
Depósito en garantía bonos	242.025	5.185.144	269.850	5.235.360
Total	**328.193**	**7.031.210**	**539.003**	**10.457.203**
PASIVO				
Deudas comerciales	-	-	2.828	54.866
Total	-	-	**2.828**	**54.866**
Posición neta	**328.193**	**7.031.210**	**536.175**	**10.402.337**

Unidades indexadas

	31.12.2013		31.12.2012	
	UI	Equivalente en $	UI	Equivalente en $
ACTIVO				
Corriente				
Depósito en garantía	2.022.192	5.545.053	-	-
No corriente				
Depósito en garantía	9.223.883	25.292.809	10.835.463	27.376.881
Total	**11.246.075**	**30.837.862**	**10.835.463**	**27.376.881**
PASIVO				
Corriente				
Préstamos en UI	2.022.192	5.545.053	10.525	26.592
Intereses a pagar	10.134	27.789	-	-
No Corriente				
Préstamos en UI	7.070.020	19.386.701	10.835.463	27.376.881
Total	**9.102.346**	**24.959.543**	**10.845.988**	**27.403.473**
Posición neta	**2.143.729**	**5.878.319**	**(10.525)**	**(26.592)**

NOTA 5 – BIENES DE DISPONIBILIDAD RESTRINGIDA

5.1 - Saldos

Los depósitos en garantía corresponden a la prenda constituida a favor del BCU en cumplimiento de la normativa vigente (Circular 1982 del 31 de diciembre de 2007). La garantía deberá mantenerse en todo momento, y consistirá en prenda, expresada en Unidades Indexadas, sobre depósito en efectivo, constituido en el Banco Central del Uruguay. Dicho depósito no devengará intereses.

El saldo al 31 de diciembre de 2013 asciende a UI 11.246.075 equivalentes a $ 30.837.862 y US$ 242.025 equivalentes a $ 5.185.144 depositados en un Bono del Tesoro Uruguayo valor nominal US$ 210.000, sumando la totalidad de $ 36.023.006 (UI 10.835.463 y US$ 269.850 equivalentes a $ 32.612.241 al 31 de diciembre de 2012).

El monto puede ser liberado en función de las cancelaciones parciales futuras de los fideicomisos financieros administrados. Con fecha 28 de Junio de 2013 se rescindió el contrato de fideicomiso financiero NZFSU I. En consecuencia se solicitó al BCU la liberación del depósito en garantía de UI 2.022.192 (equivalente a $ 5.545.053), el cual se estima será liberado en el corto plazo

5.2 - Movimientos

Con fecha 22 de febrero de 2012 se extendió la garantía correspondiente al Fideicomiso Financiero Velum; dicha extensión ascendió a UI 26.818.

Con fecha 22 de mayo de 2012 se realizó una desafectación debido a no iniciarse el Fideicomiso Creditel, la misma ascendió a UI 912.964,65.

En los días 8, 27 y 28 de junio se constituyó garantía por UI 91.082,22; UI 60.288,23 y UI 146.554,93 respectivamente, por haber quedado debajo del mínimo exigido por normativa debido al aumento en la cotización del dólar.

Con fecha 26 de setiembre de 2012 se realizó una desafectación con la cual se canceló parcialmente el préstamo del Discount Bank, la misma ascendió a UI 230.000. El resto del préstamo fue cancelado con un préstamo de Ferrere por UI 209.635,08.

El 10 de octubre de 2012 se constituyó la garantía correspondiente al Fideicomiso Financiero Fondo de financiamiento del Transporte Colectivo Suburbano de Pasajeros; dicha constitución ascendió a UI 1.050.000.

Con fecha 08 de enero de 2013 se realizó una desafectación con la cual se canceló parcialmente el préstamo del Discount Bank, la misma ascendió a UI 168.000.

Con fecha 1 de julio de 2013, se solicitó al BCU la desafectación de UI 2.022.192 correspondientes a la garantía del Fideicomiso Financiero NZFSU I , la cual aún no ha sido liberada.

El 26 de agosto de 2013 se constituyó la garantía correspondiente al Fideicomiso Financiero Pronto! 3. Dicha garantía ascendió a UI 412.612.

Con fecha 20 de setiembre de 2013 se constituyó garantía por UI 166.000 de forma de no quedar por debajo del mínimo exigido por normativa debido al aumento en la cotización del dólar.

5.3 Valuación de valores afectados en garantía:

a) **Bonos del Tesoro:** incluidos en el activo no corriente

La valuación de los mismos al 31 de diciembre de 2013, es la siguiente:

	Valor nominal USD	Precio sin cupón	Tasa anual	Vencimiento	Valor en USD	Equivalente en $
Bonos del tesoro	210.000	115,25	7,05%	21/07/2019	242.025	5.185.144

Al 31 de diciembre 2012 corresponden a:

	Valor nominal USD	Precio sin cupón	Tasa anual	Vencimiento	Valor en USD	Equivalente en $
Bonos del tesoro	210.000	128,5	7,05%	21/07/2019	269.850	5.235.360

NOTA 6 – OTROS PASIVOS FINANCIEROS

Las deudas financieras al 31 de diciembre de 2013 y al 31 de diciembre de 2012 corresponden a:

	31.12.2013		31.12.2012	
	UI	Equivalente en $	UI	Equivalente en $
CORTO PLAZO				
Fondos de terceros (2)	2.022.192	5.545.053	-	-
	2.022.192	5.545.053	-	-
LARGO PLAZO				
Discount Bank L.A. (1)	2.888.957	7.921.808	3.050.000	7.706.130
Fondos de terceros (2)	4.181.063	11.464.893	7.785.463	19.670.751
	7.070.020	19.386.701	10.835.463	27.376.881
Total	**9.092.212**	**24.931.754**	**10.835.463**	**27.376.881**

(1) Corresponde a dos préstamos por UI 2.000.000 y UI 1.050.000 pactados con intereses a una tasa efectiva anual del 2% (dos por ciento) pagaderos en forma semestral, calculados sobre el monto del capital pendiente de pago a la fecha. Los mismos serán cancelados parcialmente a medida que los depósitos afectados en garantía (Nota 5) son liberados por el BCU.

(2) Financiamiento recibido a efectos de constituir los depósitos en garantía requeridos por la normativa vigente. Corresponden a préstamos sin intereses y sin vencimiento, los mismos son cancelados a medida que los depósitos afectados en garantía (Nota 5) son liberados por el BCU.

El manejo de la liquidez se realiza a partir del calce de operaciones en los depósitos afectados en garantía (Nota 5) y los pasivos financieros correspondientes.

NOTA 7 - PATRIMONIO

Al 31 de diciembre de 2013 y al 31 de diciembre de 2012 el capital integrado asciende a $ 7.893.301 históricos representado por 788 acciones nominativas de valor nominal $ 10.000 cada una, y dos certificados provisorios nominativos por $ 6.650,50 cada uno. El capital autorizado asciende a $ 10.000.000.

NOTA 8 – PARTES VINCULADAS

A continuación, se detallan los saldos y transacciones mantenidos con las partes vinculadas:

Saldos con CPA/Ferrere	31.12.2013 USD	31.12.2013 Equivalente en $	31.12.2012 USD	31.12.2012 Equivalente en $
Deudas comerciales	3.233	69.272	67.004	1.299.936
Total	3.233	69.272	67.004	1.299.936

Saldos con Ferrere	31.12.2013 UI	31.12.2013 Equivalente en $	31.12.2012 UI	31.12.2012 Equivalente en $
Deudas financieras	2.361.500	6.475.469	4.356.320	11.006.678
Total	2.361.500	6.475.469	4.356.320	11.006.678

Transacciones con CPA / Ferrere	31.12.2013 USD	31.12.2013 Equivalente en $	31.12.2012 USD	31.12.2012 Equivalente en $
Honorarios profesionales	305.834	6.288.885	249.918	5.040.264
Total	305.834	6.288.885	249.918	5.040.264

NOTA 9 – FIDEICOMISOS ADMINISTRADOS

9.1 - Fideicomiso de Administración - Marstar Invest S.A

Con fecha 22 de diciembre de 2005 se firmó el contrato de Fideicomiso de Administración con Marstar Invest S.A. en su calidad de Fiduciario del Fideicomiso culminándose la inscripción ante el Registro Nacional de Actos Personales el 5 de enero de 2006.

El objetivo del fideicomiso es que el Fiduciario se haga cargo de la administración del Crédito que existe entre las partes involucradas hasta su total cancelación.
Con fecha 30 de octubre de 2012 se procedió a modificar el cronograma de acuerdo a las clausulas establecidas en el contrato.

9.2 - Fideicomiso de Administración

Con fecha 16 de Agosto de 2006 se firmó el contrato de Fideicomiso de Administración de una persona física del exterior culminando la inscripción ante el Registro Nacional de Actos Personales el 4 de Octubre de 2006. EF Asset Management actúa como fiduciario del mismo.

El presente Fideicomiso tiene por finalidad encomendar al Fiduciario administrar el paquete accionario de una sociedad.

9.3 – Fideicomiso Financiero CFP

El 20 de julio de 2007 se celebró un contrato de Fideicomiso con CERRO FREE PORT S.A.

En el mismo se constituye un Fideicomiso denominado "Fideicomiso Financiero CFP". en virtud del cual Cerro Free Port S.A. ("Fideicomitente") transfiere al patrimonio del Fideicomiso el Crédito derivado de un Acuerdo Transaccional celebrado con el Estado.

Como consecuencia del Acuerdo el Estado se obligó a pagar al Fideicomitente la suma de USD 28.500.000 de la siguiente forma: USD 6.000.000 que fueron abonados el día 27 de junio de 2007 y el saldo en 10 cuotas anuales, iguales y consecutivas de USD 2.250.000 cada una, venciendo la primera a los 365 días de realizado el primer pago con más el 7% de interés anual sobre saldos.

La finalidad del Fideicomiso es dotar de liquidez al Fideicomitente a través de la securitización del Crédito de largo plazo contra el Estado correspondientes a las 10 cuotas anuales de USD 2.250.000. Tal objetivo se logra mediante la emisión de los Títulos de Deuda mediante oferta pública por parte del Fiduciario garantizado con el bien fideicomitido por el Fideicomitente.

El 1° de noviembre de 2007 se realizó la emisión de títulos de deuda por un valor nominal de USD 22.500.000.

El monto remanente de los títulos de deuda al 30 de setiembre de 2013 asciende a USD 9.000.000 (USD 11.250.000 al 31 de diciembre de 2012).

9.4 – Fideicomiso de Garantía NZFSU I

Con fecha 5 de diciembre de 2008 se celebró un contrato de fideicomiso de garantía con TELENSY S.A., GINOK S.A. y GABEGIM SOCIEDAD AGRARIA LIMITADA (Fideicomitentes) y ABN AMRO N.V. Sucursal Montevideo. BANCO DE LA REPUBLICA ORIENTAL DEL URUGUAY (beneficiarios).

Dicho fideicomiso se constituyó a los efectos de garantizar los préstamos que tienen los fideicomitentes con los beneficiarios. A tales efectos se transfiere al fideicomiso la totalidad de derechos de propiedad y posesión de determinados Inmuebles detallados en el contrato.
El fideicomiso tenía un plazo de 30 años o hasta la extinción o disposición de todos los bienes fideicomitidos lo que ocurra primero.

Según lo establecido en el acta de asamblea de titulares de títulos de deuda del Fideicomiso Financiero NZFSU I celebrada el 5 de junio de 2013, se resolvió la recisión del Fideicomiso, considerando que los Fideicomitentes adquirieron el 100% de los títulos de deuda en circulación y son al mismo tiempo Fideicomitentes y Titulares del Fideicomiso. Rescindiéndose en consecuencia su fideicomiso de garantía.

9.5 – Fideicomiso Financiero NZFSU I

Con fecha 11 de junio de 2009 se celebró un contrato de Fideicomiso con GIMLEY S.A. y LEMBAY S.A. En el mismo se constituye un Fideicomiso denominado "Fideicomiso Financiero NZFSU I". en virtud del cual GIMLEY S.A. y LEMBAY S.A. ("Fideicomitente") transfiere al patrimonio del Fideicomiso créditos resultantes de la venta de leche fluida de aquellos establecimientos lecheros que ya integran o que integrarán una vez constituidos y puestos en funcionamiento.

Las Fideicomitentes son junto con Gabefox S.A., Dunkit S.A., Ginok S.A. todas filiales (100% de propiedad) de New Zealand Farming Systems Uruguay Ltd. ("NZFSU") sociedad de responsabilidad limitada de Nueva Zelanda.

Con el objetivo de continuar el desarrollo y de completar su Proyecto comercial en la República Oriental del Uruguay. NZFSU a través de sus filiales uruguayas ha decidido recurrir al financiamiento público a largo plazo, a cuyos efectos ha dispuesto ceder a uno o más fideicomisos financieros. El objetivo se logra mediante la emisión de los Títulos de Deuda por oferta pública por parte del Fiduciario garantizado con un fideicomiso de garantía sobre inmuebles.

Con fecha 25 de junio de 2009 el BCU a través de la Intendencia de Regulación Financiera resolvió la inscripción de los títulos de deuda a emitirse por el Fideicomiso.

Según lo establecido en el acta de asamblea de titulares de títulos de deuda del Fideicomiso Financiero Fideicomiso Financiero NZFSU I celebrada el 5 de junio de 2013, se resolvió la recisión del Fideicomiso, considerando que los Fideicomitentes adquirieron el 100% de los títulos de deuda en circulación y son al mismo tiempo Fideicomitentes y Titulares del Fideicomiso.

Por lo antes mencionado, se resolvió rescindir el contrato de Fideicomiso, cancelar los Títulos de Deuda emitidos por el fideicomiso y entregar los bienes fideicomitidos remanentes al Fideicomitente tal como expresamente se estableció en la cláusula 14 del Contrato de Fideicomiso.

Asimismo se resolvió pagar honorarios por rescisión del contrato al Fiduciario tal cómo se expresa en la cláusula 4 del contrato de rescisión, los cuales ascendieron a USD 65.000.

9.6 – Fideicomiso de Garantía PLUNA 2

Con fecha 14 de abril de 2010 se celebró un contrato de fideicomiso de garantía con PLUNA LINEAS AEREAS URUGUAYAS S.A. (Fideicomitente).

Los beneficiarios del presente fideicomiso son Rospide Sociedad de Bolsa S.A. y Ren-Max Sociedad de Bolsa S.A. de acuerdo a lo establecido en el Contrato de Crédito efectuando entre PLUNA y estas sociedades el 14 de abril 2010.

El propósito del fideicomiso es garantizar el fiel cumplimiento y pago puntual de los importes que por capital e intereses de acuerdo a lo establecido por el contrato de Crédito.

El fideicomiso se integra por los créditos cedidos según lo establecido en el contrato del fideicomiso.

Ante la situación generada por el cese de las operaciones de PLUNA SA y en virtud de que con fecha 11 de julio de 2012 se ha declarado el concurso de dicha empresa, no existirán ingresos futuros en el fideicomiso, salvo créditos anteriores, por lo cual el mismo tiende a quedar sin actividad.

9.7- Fideicomiso Financiero Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo II

Mediante contrato celebrado el 06 de julio de 2010, modificado el 20 de septiembre del mismo año, se constituyó el FIDEICOMISO FINANCIERO FONDO DE FINANCIAMIENTO DEL TRANSPORTE COLECTIVO URBANO DE MONTEVIDEO 2.

A través del citado contrato la Intendencia Municipal de Montevideo, en su calidad de administradora del Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo, cede y transfiere a EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A. (EFAM), en su calidad de Fiduciario del Fideicomiso, la totalidad de los flujos de fondos a percibir por el Fondo a partir de la fecha del citado contrato por concepto de Créditos. Dichos Créditos corresponden a la contribución del 5 % de la recaudación bruta total de las empresas de Transporte (RAINCOOP; CUTCSA; COETC; UCOT Y COME) proveniente de la venta de boletos por los servicios de transporte colectivo urbano de pasajeros. El activo del fideicomiso estará constituido por los derechos cedidos sobre estos Créditos.

En garantía del cumplimiento de las obligaciones derivadas del Contrato de Fideicomiso, se afectan los subsidios que las Empresas de Transporte tienen derecho a recibir de la Intendencia Municipal de Montevideo.

Con fecha 14 de Octubre de 2010, EFAM emitió por cuenta del Fideicomiso, títulos escriturales representativos de deuda por un valor nominal de UI 400.000.000 (Unidades indexadas cuatrocientos millones) para ser colocados en el mercado.

Dichos títulos devengarán un interés sobre saldos del 5,50% lineal anual, en unidades indexadas pagaderos mensualmente.

Para el cálculo de los intereses se considerará un año de 360 días y los días efectivamente transcurridos entre cada período de amortización y pago.

El fideicomiso se extinguirá cuando haya cancelado totalmente las obligaciones asumidas por la emisión de títulos de deuda realizada con un plazo máximo de 10 años.

El monto remanente de los títulos de deuda al 30 de setiembre de 2013 asciende a USD 4.832.332,42 y UI 291.805.207,13 (U$S 5.419.106,78 y UI 317.617.677,31 al 31 de diciembre de 2012).

9.8 - Fideicomiso Financiero Velum Overseas I

Mediante contrato celebrado el 29 de diciembre de 2010, se constituyó el Fideicomiso Financiero Velum Overseas I.

A través del citado contrato se aportan U$S 1.450.000 a efectos de que con los mismos se proceda a adquirir carteras de créditos para que sean administrados por Velum Credit Management.

Como contrapartida del aporte realizado, el Fideicomiso emitirá Certificados de Participación de oferta privada, no pudiéndose en ningún caso ofrecer los mismos en forma pública.

El fiduciario administrará el patrimonio del Fideicomiso conforme a las disposiciones del contrato

El monto remanente de los títulos de deuda al 30 de setiembre de 2013 asciende a USD 1.622.276,42 (U$S 2.150.000 al 31 de diciembre de 2012).

9.9 - Fideicomiso de Administración PJD 1

Con fecha 22 de noviembre de 2009 se firmó el contrato de Fideicomiso de Administración PJD1.

El mencionado fideicomiso tiene por finalidad encomendar al Fiduciario la administración de los bienes fideicomitidos que existe entre las partes involucradas hasta su total cancelación.

9.10 - Fideicomiso de Administración PJD 2

Con fecha 16 de noviembre de 2009 se firmó el contrato de Fideicomiso de Administración PJD2, culminando la inscripción ante el Registro Nacional de Actos Personales el 7 de enero de 2010. EF Asset Management actúa como fiduciario del mismo.

El mencionado fideicomiso tiene por finalidad encomendar al Fiduciario la administración de los bienes fideicomitidos que existe entre las partes involucradas hasta su total cancelación.

9.11 - Fideicomiso de Garantía PLUNA 3

Con fecha 01 de julio de 2011 se celebró un contrato de fideicomiso de garantía con PLUNA LINEAS AEREAS URUGUAYAS S.A. (Fideicomitente), adicional al ya existente Pluna 2.

Los beneficiarios del presente fideicomiso son Rospide Sociedad de Bolsa S.A. y Ren-Max Sociedad de Bolsa S.A. de acuerdo a lo establecido en el Contrato de Crédito efectuando entre PLUNA y estas sociedades.

El propósito del fideicomiso es garantizar el fiel cumplimiento y pago puntual de los importes que por capital e intereses de acuerdo a lo establecido por el contrato de Crédito.

Con fecha 04 de agosto de 2011, PLUNA celebró entre con Rospide Sociedad de Bolsa S.A. y Ren-Max una addenda al contrato de Crédito.

El fideicomiso se integra por los créditos cedidos según lo establecido en el contrato del fideicomiso.

Ante la situación generada por el cese de las operaciones de PLUNA SA y en virtud de que con fecha 11 de julio de 2012 se ha declarado el concurso de dicha empresa, no existirán ingresos futuros en el fideicomiso, salvo créditos anteriores, por lo cual el mismo tiende a quedar sin actividad.

9.12 – Fideicomiso Financiero Bosques del Uruguay

Con fecha 06 de mayo de 2011 se celebra el contrato, en la ciudad de Montevideo, entre EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A. en calidad de "Fiduciario", Agroempresa Forestal S.A. en calidad de "Administrador" y los Suscriptores Iniciales de los Valores en calidad de "Fideicomitentes", constituyendo el Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay. El mismo fue protocolizado el 09 de mayo del corriente año.

El Fideicomiso se integrará con los importes a ser pagados por los Fideicomitentes en su carácter de suscriptores iniciales de los Valores, en las condiciones que se establecen en el Contrato y para ser destinados al cumplimiento de los fines del mismo.

Con los fondos provenientes de la colocación de los Valores (Certificados de Participación), el Fiduciario invertirá en la compra de Inmuebles rurales, situados dentro de la República Oriental del Uruguay, para el posterior desarrollo de la actividad silvícola, integrando el patrimonio del Fideicomiso.

El Plan de Negocios establece el marco dentro del cual se desarrollará la estrategia del Fideicomiso para cumplir con su fin, y específicamente indica los requisitos generales que han de reunir los Inmuebles a efectos de que el Fideicomiso pueda realizar dichas inversiones.

El Fiduciario designa al Administrador, por medio del Contrato de Administración, para cumplir la tarea de administrar los Bienes Fideicomitidos y llevar adelante la implementación del Plan de Negocios, con respecto al presente Fideicomiso y el Contrato de Administración. Sin perjuicio de esto, el Fiduciario mantendrá la responsabilidad por la gestión del Administrador por las tareas subcontratadas a éste.

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

El patrimonio del Fideicomiso estará constituido por los Activos y por todos los derechos económicos, presentes y futuros que generen los mismos. Quedará afectado única y exclusivamente a los fines que se destina y sólo podrán ejercitarse respecto a él, los derechos y acciones que se refieran a dichos bienes.

Con fecha 05 de agosto de 2011, EFAM emitió por cuenta del Fidecomiso, Certificados de Participación escriturales, por valor nominal de USD 50.000.000 (dólares americanos cincuenta millones).

Los Certificados de Participación darán a los Titulares derechos de participación sobre el resultado del Fideicomiso, de acuerdo a los términos y condiciones establecidas.

El Fideicomiso se mantendrá vigente por un plazo máximo de 30 años, o hasta el momento que se liquiden todos los Activos del Fideicomiso y se cancelen todas las obligaciones.

El monto remanente de los títulos de deuda al 30 de setiembre de 2013 asciende a USD 50.000.000 (USD 50.000.000 al 31 de diciembre de 2012).

9.13 – Fideicomiso Financiero Pronto! 2

Con fecha 22 de julio de 2011 se celebró un contrato de Fideicomiso con KEDAL S.A.
En el mismo se constituye un Fideicomiso denominado "Fideicomiso Financiero Pronto! 2", en virtud del cual KEDAL S.A. ("Fideicomitente") transfiere al patrimonio del Fideicomiso Créditos para la emisión de Valores.

La finalidad del Fideicomiso es dotar de liquidez al Fideicomitente a través de la securitización de los Créditos cedidos al Fideicomiso. Tal objetivo se logra mediante la emisión de los Valores por oferta pública por parte del Fiduciario garantizado con los Bienes Fideicomitidos.

El fideicomiso se integrará de créditos libres de obligaciones y gravámenes, identificados en el contrato de fideicomiso.

El monto remanente de los títulos de deuda al 30 de setiembre de 2013 asciende a UI 74.940.260 (UI 74.940.260 al 31 de diciembre de 2012).

9.14 – Fideicomiso Financiero Creditel

Con fecha 25 de octubre de 2011 se celebró un contrato de Fideicomiso con SOCUR S.A.
En el mismo se constituye un Fideicomiso denominado "Fideicomiso Financiero Creditel", en virtud del cual SOCUR S.A. ("Fideicomitente") transfiere al patrimonio del Fideicomiso Créditos para la emisión de Valores.

La finalidad del Fideicomiso es dotar de liquidez al Fideicomitente a través de la securitización de los Créditos cedidos al Fideicomiso. Tal objetivo se logra mediante la emisión de los Valores por oferta pública por parte del Fiduciario garantizado con los Bienes Fideicomitidos.

El fideicomiso se integrará de créditos libres de obligaciones y gravámenes, identificados en el contrato de fideicomiso.

Con fecha 15 de febrero de 2012, se envió carta al BCU informando la cancelación de la solicitud de emisión para el Fideicomiso Financiero Creditel.

9.15 – Fideicomiso Financiero de Inversiones y Rentas Inmobiliarias

Con fecha 6 de junio de 2011, se celebró un contrato de Fideicomiso se constituyó el fideicomiso FINANCIERO DE INVERSIONES Y RENTAS INMOBILIARIAS.

El 5 de agosto de 2011 el Banco Central del Uruguay (BCU) autorizó la inscripción del Fideicomiso en el Registro del Mercado de Valores (Comunicación Nº 2011/132).
Con fecha 16 de mayo de 2012 se realizó la emisión de los títulos mixtos que integran el fideicomiso.

Con los fondos que el Fiduciario obtuvo por la colocación de los Valores, el Fideicomiso invertirá en derechos reales y/o personales que otorguen al Fideicomiso la disposición efectiva y explotación de Inmuebles o instalaciones situados en todo el territorio de la República Oriental del Uruguay.

Los Inmuebles serán seleccionados por el Administrador de acuerdo con las pautas establecidas en el Plan General de Inversión y con su administración se procurará obtener una renta razonable en el mediano y largo plazo a los efectos de generar los fondos necesarios para repagar los Valores emitidos.

El monto remanente de los títulos de deuda al 30 de setiembre de 2013 asciende a USD 61.512.328,77. (USD 60.000.000 al 31 de diciembre de 2012).

9.16 – Fideicomiso Ganadero Banco Itau

El 4 de setiembre de 2012 se celebró el contrato de Fideicomiso de Garantia Ganadero Banco Itau. El Banco podrá otorgar a cada una de las personas que se adhieran al presente Fideicomiso (fideicomitentes) un crédito, ya sea bajo la forma de préstamo u otro mecanismo legalmente permitido.

En garantía del repago del crédito acordado con el Banco, cada Fideicomitente aportará al fideicomiso determinada cantidad de ganado bovino.

Los Bienes Fideicomitidos por cada Fideicomitente aseguran y asegurarán el fiel cumplimiento y pago puntual de todos los importes que adeude al Banco el respectivo Fideicomitente bajo su Crédito

9.17 – Fideicomiso Financiero Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Suburbano de Pasajeros

Mediante contrato celebrado el 06 de agosto de 2012, se constituyó el FIDEICOMISO FINANCIERO FONDO DE FINANCIAMIENTO DEL TRANSPORTE COLECTIVO SUBURBANO DE PASAJEROS.

A través del citado contrato el Ministerio de Transporte y Obras Publicas, en su calidad de administrador del Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Suburbano de Pasajeros, cede y transfiere al fideicomiso la totalidad de los flujos de fondos a percibir por el Fondo a partir de la fecha del citado contrato por concepto de Créditos. Dichos Créditos corresponden a la contribución del 5 % de la recaudación bruta total de las empresas de Transporte (COPSA; CUTCSA; COETC; UCOT; CASANOVA; SOLFY Y RAINCOOP) proveniente de la venta de boletos por los servicios de transporte colectivo suburbano de pasajeros. El activo del fideicomiso estará constituido por los derechos cedidos sobre estos Créditos.

En garantía del cumplimiento de las obligaciones derivadas del Contrato de Fideicomiso, se afectan los subsidios que las Empresas de Transporte tienen derecho a recibir del Fideicomiso de Administración del Boleto.

Con fecha 17 de diciembre de 2012, EFAM emitió por cuenta del Fideicomiso, títulos escriturales representativos de deuda por un valor nominal de UI 210.000.000 (Unidades indexadas doscientos diez millones) para ser colocados en el mercado.

Dichos títulos devengarán un interés sobre saldos del 3,50% lineal anual, en unidades indexadas pagaderos mensualmente.

Para el cálculo de los intereses se considerará un año de 360 días y los días efectivamente transcurridos entre cada período de amortización y pago.

El fideicomiso se extinguirá cuando haya cancelado totalmente las obligaciones asumidas por la emisión de títulos de deuda realizada con un plazo máximo de 30 años.

El monto remanente de los títulos de deuda al 30 de setiembre de 2013 asciende a UI 184.912.690,93. (UI 210.000.000 al 31 de diciembre de 2012).

9.18 – Fideicomiso de Garantía Aval Ganadero

Con fecha 13 de junio de 2013 se celebró el contrato de Fideicomiso de Garantia Aval Ganadero. HSBC Bank (Uruguay) podrá otorgar a cada una de las personas que se adhieran al presente Fideicomiso (fideicomitentes) un crédito documentado en vales u otro mecanismo legalmente permitido, de acuerdo a los términos y condiciones que en cada oportunidad sean negociadas y acordadas entre el banco y el productor.

En garantía del repago del crédito acordado con el Banco, cada Fideicomitente aportará al fideicomiso determinada cantidad de ganado.

Los Bienes Fideicomitidos por cada Fideicomitente aseguran y asegurarán el fiel cumplimiento y pago puntual de todos los importes que adeude al Banco el respectivo Fideicomitente bajo su Crédito

9.19 - Fideicomiso de Garantía Pesquerías Belnova

Con fecha 10 de octubre de 2013 se celebró el contrato de Fideicomiso de Garantía Pesquerías Belnova, a los efectos de garantizar por parte de Pesquerías Belnova el pago de las sumas adeudadas a Banco Santander, BBVA y Lloyd's TSB Bank, mediante la conformación de un patrimonio fideicomitido integrado por créditos que el fideicomitente tendrá derecho a cobrar en el futuro.

9.20 – Fideicomiso de Garantía CII – ERCSA

Mediante contrato celebrado el 4 de noviembre de 2013, se constituyó el Fideicomiso de Garantía CII - ERCSA.

Dicho fideicomiso se constituyó sobre títulos de deuda pública soberana de propiedad de ERCSA a los efectos de garantizar las obligaciones de ERCSA con CII, en virtud de una línea de crédito por USD 5.000.000.

NOTA 10 – RIESGOS FINANCIEROS

Las actividades de la Sociedad están alcanzadas por los riesgos financieros inherentes a su actividad. Los riesgos financieros a los que se encuentra expuesta la Sociedad son: riesgo de crédito, riesgo de liquidez y riesgo de mercado que incluyen los riesgos de las variaciones del tipo de cambio, riesgo de precios y los cambios en la tasa de interés.

La administración del riesgo es ejecutada por la Gerencia bajo políticas aprobadas por el Directorio. El Directorio es quien establece y supervisa las políticas de la Sociedad.

10.1 - Riesgo de crédito

Es el riesgo de que los clientes o la contraparte de un instrumento financiero no cumplan con sus obligaciones de pagos causando una pérdida financiera a la Sociedad.

Para los clientes que requieran créditos y no son sociedades vinculadas, la gerencia realiza análisis específicos. Las cuentas a cobrar son monitoreadas por la gerencia en función de las políticas crediticias establecidas.

10.2 - Riesgo de liquidez

Es el riesgo de que la Sociedad encuentre dificultades en cumplir sus obligaciones asociadas con pasivos financieros. La Gerencia maneja el riesgo de liquidez mediante el mantenimiento de niveles adecuados de disponibilidades que le permitan cumplir con los vencimientos de sus pasivos.

Se realiza un presupuesto de caja en forma anual el cual es revisado periódicamente, en el que se analiza las necesidades de fondos para cumplir con los vencimientos de los pasivos y en base al cual se toma las decisiones de las inversiones a realizar.

En caso de tener necesidades de fondos para cubrir temporalmente desfasajes en su flujo de efectivo, la Sociedad recurre a fuentes de financiamiento a través de sus accionistas o empresas vinculadas.

10.3 - Riesgo de mercado

Es el riesgo de que variaciones en los precios de mercado (tipo de cambio, tasa de interés) afecten los resultados de la Sociedad.

i) Riesgo de tipo de cambio

La Sociedad incurre en el riesgo de tipo de cambio del peso uruguayo respecto al dólar estadounidense y a la Unidad Indexada en su inversión en Bonos del Tesoro Uruguayo, en parte de su facturación y en compras a proveedor de servicios profesionales (Ver posición neta en Nota 4).

La Gerencia monitorea este riesgo de forma de mantener la exposición al mismo en niveles aceptables. A su vez fija las tarifas a sus clientes en base a un análisis que considera las variaciones en el tipo de cambio, determinando los ajustes de precios que sean necesarios sin perder la competitividad de los mismos en el mercado.

ii) Riesgo de tasa Interés

La Sociedad tiene únicamente un pasivo financiero sujeto tasa de interés fija y, adicionalmente, los mismos se valúan a costo amortizado por lo que no se encuentra expuesta al riesgo de tasa de interés.

Valor razonable

Los valores contables de activos y pasivos financieros no difieren significativamente de sus valores razonables.

NOTA 11 – IMPUESTO A LA RENTA

11.1 – Composición del resultado por impuestos

	2013	2012
Impuesto corriente	(1.026.623)	(573.888)
Total	**(1.026.623)**	**(573.888)**

11.2 – Reconciliación del resultado del ejercicio y el gasto por impuesto

	2013	2012
Resultado del ejercicio antes del impuesto a la renta	4.410.448	2.268.018
Impuesto a la tasa vigente	(1.102.612)	(567.005)
Items de reconciliación		
Ajuste por inflación	173.567	96.016
Impuestos no deducibles	(93.639)	(123.836)
Otros	(3.939)	20.937
Total	**(1.026.623)**	**(573.888)**

NOTA 12 – HECHOS POSTERIORES

A la fecha de presentación de los presentes estados contables no existen otros hechos que puedan afectar a la Sociedad en forma significativa.

Diego Rodríguez
Presidente

Bruno Gili
Síndico

Deloitte S.C.
Juncal 1385, Piso 11
Montevideo, 11.000
Uruguay

Tel: +598 2916 0756
Fax: +598 2916 3317

www.deloitte.com/uy