

FIDEICOMISO FINANCIERO FORESTAL BOSQUES DEL URUGUAY 3

PROSPECTO INFORMATIVO

EMISIÓN DE CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN POR HASTA US\$ 190.000.000

Fiduciario, Entidad Registrante y Agente de Pago



Administradora de Fondos de Inversión S.A.

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

Administrador y Organizador



Agroempresa Forestal S.A.

Entidad Representante

BOLSA ELECTRONICA DE VALORES DEL URUGUAY S.A.

Calificadora de Riesgo

CARE Calificadora de Riesgo S.R.L.

Fideicomitentes

Suscriptores iniciales de los Valores

Beneficiarios

Titulares de los Valores

Asesor Legal

FERRERE

Asesor Financiero

CPA FERRERE

Octubre 2016

ÍNDICE

I.	AVISO IMPORTANTE.....	3
II.	SUMARIO DE TÉRMINOS Y CONDICIONES	5
III.	OBJETIVO Y CARACTERÍSTICAS DE LA INVERSIÓN.....	23
1.	OBJETIVO.....	23
2.	OPORTUNIDADES Y FORTALEZAS DEL PROYECTO	24
3.	MONTO DE LA INVERSIÓN.....	26
IV.	EL MERCADO FORESTAL	27
1.	EL MERCADO INTERNACIONAL	27
2.	EL MERCADO LATINOAMERICANO	29
3.	LA FORESTACIÓN EN EL URUGUAY	30
4.	TENDENCIAS Y PROYECCIONES	55
V.	PLAN DE NEGOCIO DEL PROYECTO	57
1.	CARACTERIZACIÓN DEL PROYECTO	57
2.	DESCRIPCIÓN DEL PROYECTO EN ESTUDIO.....	57
VI.	AUTORIZACIONES PREVIAS.....	84
1.	PODER EJECUTIVO	84
2.	DIRECCIÓN FORESTAL DEL MGAP	84
3.	DIRECCIÓN NACIONAL DE MEDIO AMBIENTE (DINAMA).....	85
VII.	ANÁLISIS ECONÓMICO FINANCIERO.....	87
1.	ANTECEDENTES Y SUPUESTOS DE PROYECCIONES	87
2.	PROYECCIONES DE INGRESOS Y COSTOS	87
3.	INVERSIONES Y FINANCIAMIENTO	88
4.	ESTADOS CONTABLES PROYECTADOS DEL FIDEICOMISO	89
5.	PROYECCIÓN DE FUENTES Y USOS DE FONDOS	92
6.	VALUACIÓN DE RENTABILIDAD DE LA INVERSIÓN (TIR y VAN)	93
7.	ANÁLISIS DEL RIESGO	94
VIII.	EVALUACIÓN DE LOS PRINCIPALES RIESGOS DE LA OPERACIÓN	97
1.	FACTORES CRÍTICOS	97
2.	RIESGOS AMBIENTALES Y ASOCIADOS A LA FORESTACIÓN.....	97
3.	RIESGOS DE MERCADO Y ECONÓMICOS.....	98
IX.	INFORMACIÓN DEL FIDUCIARIO.....	100
X.	INFORMACIÓN DEL ADMINISTRADOR	104
XI.	ANEXOS	109
1.	ANEXO 1: CONTRATO DE FIDEICOMISO FINANCIERO,MODIFICACIÓN Y AJUSTE	110
2.	ANEXO 2: DOCUMENTO DE EMISIÓN.....	209
3.	ANEXO 3: CONTRATO DE ADMINISTRACION	216
4.	ANEXO 4: CONTRATO DE ENTIDAD REPRESENTANTE Y MODIFICACIÓN	232
5.	ANEXO 5: INFORME DE CALIFICACION DE RIESGO	244
6.	ANEXO 6: INFORMACIÓN DEL FIDUCIARIO	335
7.	ANEXO 7: ACTO DE DIRECTORIO DEL FIDUCIARIO.....	348
8.	ANEXO 8: ULTIMOS ESTADOS CONTABLES DEL FIDUCIARIO	354

I. AVISO IMPORTANTE

VALOR INSCRIPTO EN EL REGISTRO DEL MERCADO DE VALORES DEL BANCO CENTRAL DEL URUGUAY POR RESOLUCIÓN [REDACTED].

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 3" 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.

EF ASSET MANAGEMENT AFISA DECLARA ESTAR AL DÍA CON EL RÉGIMEN DE INFORMACIÓN Y DOCUMENTACIÓN, PREVISTO EN EL LIBRO VI, PARTE IX, TÍTULO II (ARTÍCULOS 338 A 343) DE LA RECOPIACIÓN DE NORMAS DEL MERCADO DE VALORES.

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 3", 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 OCTUBRE 2016.

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

II. SUMARIO DE TÉRMINOS Y CONDICIONES

Código ISIN:	[REDACTED]
Código CFI:	[REDACTED]
Denominación:	Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay 3
Fiduciario:	EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.
Fideicomitentes:	Suscriptores iniciales de los Valores
Beneficiarios:	Titulares 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:	<p>El Fideicomiso invertirá en la compra y/o arrendamiento de Inmuebles rurales para desarrollar una explotación forestal.</p> <p>Actualmente se está completando la evaluación para la adquisición parcial de un activo forestal compuesto por 47,281 hectáreas, de las cuales 14,398 hectáreas se encuentran forestadas con Eucalyptus y 16,968 hectáreas se encuentran forestadas con Pino, lo cual arroja un aprovechamiento del 66%.</p>
Moneda:	Dólar fondo.
Importe de la Emisión:	Hasta US\$ 190.000.000
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 7), si bien, habrán disponibilidades al cierre de cada balance, estos serán destinados al financiamiento del emprendimiento. Por lo tanto, en la esta etapa no necesariamente 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 Fideicomitados 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:	<p>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:</p> <ul style="list-style-type: none"> (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 como categoría 1 por el BCU.
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. La Mayoría Especial de Titulares podrá resolver transferir el patrimonio del Fideicomiso a un nuevo fideicomiso, previo al vencimiento del plazo máximo de 30 años.
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:	[]uy
Asesor Legal:	Ferrere
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
Suscripción:	La suscripción de los Valores se realizará en BEVSA y la Bolsa de Valores de Montevideo en dos tramos y a precio fijo.

Tramo Minorista:

La suscripción del Tramo Minorista se realizará en BEVSA y la Bolsa de Valores de Montevideo entre las 10:00 horas y las 12:00 horas, del día [-----], hora en la cual se cerrará el período de suscripción del Tramo Minorista.

El monto máximo de suscripción de Certificados de Participación de la Primera Etapa será de US\$ 19.000.000.

El monto máximo de suscripción por cuenta inversora será de US\$ 50.000. No podrán participar en el Tramo Minorista los inversores institucionales (Administradoras de Fondos de Ahorro Previsional ("AFAP"), Empresas Aseguradoras locales, Cajas Paraestatales, o Instituciones de Intermediación Financiera locales que actúen por cuenta propia) habilitados a operar en las bolsas de valores en las cuales se realice la suscripción.

Tramo General:

La suscripción del Tramo General se realizará en BEVSA al mismo tiempo que el Tramo Minorista, entre las 10:00 horas y las 12:00 horas, del día [-----], hora en la cual se cerrará el período de suscripción ("Cierre del Período de Suscripción").

El monto máximo de Certificados de Participación a ser suscritos en el Tramo General será equivalente al Importe de la Emisión.

Adjudicación: Luego del Cierre del Período de Suscripción, se adjudicarán a través del sistema de BEVSA, en primer término los Certificados de

Participación a los oferentes que hayan presentado ofertas en el Tramo Minorista. El método de aceptación y adjudicación será a precio fijo y asignación a prorrata por el monto de las ofertas presentadas. En caso de recibirse exceso de demanda en las ofertas recibidas con relación al monto máximo ofrecido en el Tramo Minorista, los Valores se adjudicarán a prorrata de las solicitudes.

Luego de adjudicados los Valores por el Tramo Minorista, se adjudicarán los Valores a los oferentes que hayan presentado ofertas en el Tramo General, por el importe equivalente al Importe de la Emisión, deducidos los Certificados de Participación que hayan sido adjudicados en el Tramo Minorista. En caso de recibirse exceso de demanda en las ofertas recibidas en el Tramo General, los Valores se adjudicarán a prorrata de las solicitudes.

Integración:

La integración de los Certificados de Participación se realizará en la Cuenta del Fideicomiso, de acuerdo al procedimiento que se describe a continuación:

- (i) La primera integración por un monto total equivalente al 5% del monto adjudicado, deberá realizarse el Día Hábil siguiente a la fecha de Cierre del Período de Suscripción hasta las 16 horas.
- (ii) Las siguientes integraciones de los Certificados de Participación suscriptos se realizarán en forma diferida, a los 60 Días Calendario de efectuada la solicitud por parte del Fiduciario, de acuerdo a lo determinado por el Administrador a efectos de cumplir con el Plan de Negocios (cada una, una "Fecha de Integración"), y siempre dentro del plazo de 5 años de realizada la suscripción. El Fiduciario realizará la solicitud de integración con por lo menos 60 Días Calendario de anticipación a la Fecha de Integración, y necesariamente reiterará la solicitud a modo de recordatorio (sin que implique una nueva solicitud de integración) con 2 Días Hábiles de anticipación a la mencionada Fecha de Integración.

El siguiente es un calendario tentativo:

Porcentaje tentativo	Fecha de pago tentativa contada desde la Fecha de Suscripción
85%	60 días
3%	2 años
7%	5 años

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

Excepto para el caso de las ofertas realizadas por Administradoras de Fondos de Ahorro Previsional ("AFAP"), Empresas Aseguradoras locales, Cajas Paraestatales, 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, que deberá consistir en una garantía bancaria a primera demanda emitida por un banco de plaza, por el monto equivalente a su suscripción, 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, la cual deberá ser renovada mientras se mantenga pendiente suscripciones. En caso que no se renueve la misma 2 Días Hábiles previo a su vencimiento, el Fiduciario estará autorizado a ejecutarla y mantener los fondos en garantía para futuras integraciones.

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 desde el incumplimiento hasta la fecha que efectivamente se integren los fondos correspondientes, más una multa por el incumplimiento aplicable a partir del quinto Día Hábil de generado 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 al momento de dicha recepción y recibirán el mismo trato que los restantes Certificados de Participación según lo previsto en el presente Prospecto y contratos incluidos en este.

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.

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

Asimismo, en caso de que, por cambios en la regulación o causales similares, los Certificados de Participación perdieren su condición de instrumento pasible de ser adquirido por inversores institucionales el Fiduciario convocará a una Asamblea de Titulares a los efectos de presentar alternativas para continuación del Fideicomiso y/o su liquidación si correspondiere.

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 US\$ 14.000 (Dólares estadounidenses catorce mil).

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

(a) cantidad fija anual de US\$ 1.653.000 (un millón seiscientos cincuenta y tres mil) ajustada según paramétrica y coeficiente anual de conformidad con lo establecido en el Contrato de Administración; 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.

(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 de acuerdo a lo previsto en el Contrato de Fideicomiso

Remoción del Administrador 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 con un mínimo de US\$ 5.000.000 (Dólares cinco millones). 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).

Modificaciones:

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

NÓMINA DE TITULARES:

LA ENTIDAD REGISTRANTE QUEDA EXPRESAMENTE AUTORIZADA A PROPORCIONAR A LA ENTIDAD REPRESENTANTE, UNA NÓMINA DE LOS NOMBRES Y DOMICILIOS REGISTRADOS DE LOS TITULARES Y DEMÁS DATOS QUE SURJAN DEL REGISTRO, A EFECTOS QUE PUEDA CUMPLIR LAS FUNCIONES QUE LE CORRESPONDE BAJO LOS DOCUMENTOS DE LA EMISIÓN. LOS TITULARES RECONOCEN Y ACEPTAN EXPRESAMENTE QUE LA ENTIDAD REGISTRANTE ESTARÁ AUTORIZADA A OTORGAR DICHA INFORMACIÓN CON EL ALCANCE ESTABLECIDO EN ESTE PÁRRAFO, RELEVÁNDOLA DEL DEBER DE GUARDAR SECRETO PROFESIONAL Y BANCARIO.

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 valuator 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) ante la imposibilidad absoluta del cumplimiento de los fines para el cual fue constituido
 - (d) 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; o (iii) no se concretara la compra del activo forestal que se encuentra bajo evaluación.
- ; Y
- (e) 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 3"**, 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 el Administrador 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 Fideicomitados y llevar adelante la implementación del Plan de Negocios, con respecto al presente Fideicomiso y el Contrato de Administración. Sin perjuicio de esto, el Fiduciario mantendrá la responsabilidad por la gestión del Administrador por las tareas subcontratadas a éste.

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\$ 190.000.000 (Dólares ciento noventa 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.

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 Fideicomitados 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 sus tareas de acuerdo al Plan de Negocios.
- (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 por parte del Fiduciario, 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 arrendamientos, 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 sea mayor en 10% del estimado para el proyecto.
 - Distancia de Montevideo: menor a 450 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%

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 y controlar las actividades con las empresas tercerizadas, siendo de cargo del Fideicomiso los costos por la contratación de éstas. De conformidad con lo establecido en el Contrato de Fideicomiso.
- (d) Gestionar la comercialización de 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 la negociación para 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) Negociar y acordar los contratos de seguros de los bosques.
- (k) Realizar los controles de ejecución y calidad de los proveedores y terceros que se contraten para desarrollar las actividades.
- (l) Exigir y cumplir con todas las normativas, leyes, y obligaciones pertinentes al sector y al país.
- (m) Recorrer los Inmuebles para definir técnicas que aseguren el estado sanitario de los Bosques.
- (n) Planificar, dirigir la prevención y combate de incendios.
- (o) Reclamar de los Deudores cualquier suma que éstos deban abonar al Fideicomiso. A estos efectos, el Administrador podrá solicitar al Fiduciario iniciar las acciones que sean necesarias para reclamar dichos pagos.
- (p) Solicitar que se realicen pagos a cualquier acreedor del Fideicomiso, de acuerdo a lo que se establece en el presente Contrato.
- (q) Gestionar todas las compras, arrendamientos y contrataciones que resulten necesarias a fin de ejecutar el Plan de Negocios.
- (r) 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.
- (s) Elaborar los informes trimestrales de gestión de acuerdo a lo previsto en el Contrato de Fideicomiso, 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.
- (t) Elaborar reportes trimestrales al Comité de Vigilancia, informando sobre las compras y contratos que existan con empresas Vinculadas al Administrador. En el caso de agroquímicos se deberá detallar: los precios de los mismos, su comparación con otras opciones del mercado y el proveedor.

- (u) Elaborar informes de cosecha y venta de madera para el Comité de Vigilancia, que incluyan: una descripción de la operativa a realizar, descripción de estratos a cosechar, datos de inventario, potenciales compradores de la madera, justificación de la asignación de la venta comparando con otras ofertas y una recomendación final incluyendo un análisis de la rentabilidad de la operación. Una vez terminada la cosecha y comercialización de la madera, el Administrador deberá presentar al Comité de Vigilancia un informe que incluya: los resultados obtenidos en cuanto a costos, volúmenes de madera y rentabilidad real.
- (v) Determinar al finalizar cada Cierre de Ejercicio los Fondos Netos Distribuibles e informarlo al Fiduciario para efectuar los pagos que correspondan.
- (w) 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.

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 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 1 año desde la entrega de los campos por parte de los vendedores. Este mismo

criterio aplica a superficies cosechadas que deberán volver a plantarse en un 80% (del área efectivamente plantable) antes de que transcurra 1 año de la cosecha. Este plazo podrá ser mayor en caso que se cuente con la aprobación del Comité de Vigilancia.

- Prendimiento: para el total de la superficie plantada cada año, deberá lograrse un prendimiento mínimo de 80% del stand inicial. Esta evaluación se hará cuatro meses después de terminada la plantación. 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), heladas o granizadas que afecten la plantación; el Administrador no será responsable del incumplimiento de esta meta siempre que los mismos sean comprobables.
- (c) Cumplimiento del presupuesto anual: el Administrador deberá ejecutar con un desvío no superior al 25% el Presupuesto Anual presentado al Comité de Vigilancia para dicho año.
- a. Para este punto el Administrador presentará al Comité de Vigilancia un análisis comparativo entre lo presupuestado y lo ejecutado de acuerdo a la información provista por el Fiduciario.
 - b. No se considerarán factores climáticos extremos o transacciones extraordinarias que impidan la ejecución normal del presupuesto o que requieran gastos adicionales.
 - c. En caso de presentarse situaciones que requieran un cambio al presupuesto, el Administrador deberá presentarlo al Comité de Vigilancia en el trimestre previo a su ejecución para su aprobación.
 - d. En caso de no existir acuerdo con el Comité de Vigilancia respecto a estos cambios, los mismos serán presentados a la Asamblea de Titulares para su resolución.
- (d) Incremento Medio Anual ("IMA") de los Bosques: el Administrador deberá lograr que las plantaciones alcancen un IMA, igual o superior a 75% del IMA establecido en la curva de menor crecimiento del modelo de negocio para Eucaliptus Grandis, Dunni y Pino. A efectos de determinar dicho estándar de desempeño, se tomarán en cuenta los siguientes parámetros:
- Las mediciones del IMA se realizarán a partir del año 5 para el Eucaliptus y 7 para el Pino.
 - Los datos de IMA se computarán a los efectos del cumplimiento de este estándar a partir de: a) la cosecha para E. Dunni; b) el año 10 de plantado el bosque para los Eucaliptus Grandis y c) el año 12 de plantado el bosque para Pino.
 - 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.
 - Para determinar el IMA de cada especie se usará la información que anualmente surge de las parcelas permanentes. La cantidad de parcelas permanentes a instalar para cada estrato y los parámetros a medir serán propuestos por el administrador para aprobación del comité de vigilancia. Se entiende por estrato plantaciones dentro del mismo predio, especie y año de plantación. El tamaño mínimo de estrato para establecer parcelas permanentes será de 100 hectáreas. Las parcelas permanentes deberán ser medidas en su totalidad anualmente. En los campos o lotes donde exista cosecha durante el año que se está evaluando, se utilizarán los volúmenes que surjan de la cosecha para calcular el IMA como complemento a las parcelas permanentes. La medición de las parcelas permanentes será contratada por el Administrador y los resultados se presentarán al Comité de Vigilancia que podrá elegir una muestra para controlar las mediciones si así lo creyera conveniente.

Las curvas de crecimiento consideradas para cada especie son:

E. Grandis

Año	M3/Ha		
	Mínimo	Más Probable	Máximo
5	47.6	60.0	74.3
6	69.0	85.4	103.8
7	97.4	118.9	142.3
8	77.0	92.8	109.6
9	108.6	129.4	151.1
10	135.1	159.5	184.3
11	166.7	192.6	219.0
12	132.1	152.4	173.0
13	167.1	192.7	217.9
14	193.2	222.3	250.8
15	219.8	252.5	284.0
16	251.9	285.4	317.8
17	280.8	318.6	354.6
18	311.0	353.0	392.6
19	343.8	390.5	433.9
20	0.0	0.0	0.0

Primer Raleo	38.5	48.0	57.0	m3/ha
Segundo Raleo	51.5	64.0	76.5	m3/ha

Pino Taeda:

Año	m3/ha		
	Mínimo	Más Probable	Máximo
5	37.1	42.7	49.1
6	51.5	59.2	68.1
7	68.2	78.4	90.2
8	87.1	100.2	115.2
9	107.6	123.7	142.3
10	132.1	151.9	174.6
11	152.3	175.1	201.4
12	175.4	201.7	232.0
13	120.6	138.7	159.4
14	137.2	157.7	179.4
15	153.7	176.7	199.4
16	170.2	195.7	219.4
17	186.7	214.7	239.4
18	203.2	233.7	259.4
19	219.8	252.7	279.4
20	236.3	271.7	299.4
21	0.0	0.0	0.0

Primer Raleo	52.0	63.0	72.0	m3/ha
--------------	------	------	------	-------

E. Dumni:

Año	m3/ha		
	Mínimo	Más Probable	Máximo
1	0.0	0.0	0.0
2	0.7	1.3	2.0
3	9.2	14.0	18.2
4	26.7	37.0	46.0
5	49.4	64.8	79.3
6	74.1	94.2	114.3
7	98.9	122.9	148.7
8	122.7	150.1	181.2
9	144.7	175.0	211.0
10	164.7	197.4	237.9

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; (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 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

1. OBJETIVO

El objetivo general del presente Fideicomiso es desarrollar en forma sustentable un proyecto para la explotación sostenible de bosques de Eucalyptus y Pinos 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 3 tiene como objetivo proveer a los inversores retornos razonables 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 O PEFC 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 Bosques del Uruguay 3 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 con el 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 y de los bosques, sigue con el manejo silvicultural activo (cuando así lo determine el destino de la madera) de los árboles y culmina con producción (cosecha) 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 20 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 15 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 campos mayoritariamente forestados o a forestar. Se estima que con el monto de la emisión establecida será posible adquirir y/o arrendar una superficie aproximada de 42,000 hectáreas de las cuales el 60% a 65% se encuentren forestadas con alguna de las especies comerciales de mayor implantación en el Uruguay, a

saber Eucalyptus sp. y Pino sp. Idealmente las plantaciones deberían encontrarse a mitad de su ciclo productivo.

- Ubicación del proyecto es en la zona 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.
- Al cierre del proyecto el ingreso total estimado por ventas corresponderá en un 70% a 80% a la venta de madera y/o bosques en pie, un 20% a 25% 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, flujo de caja predecible, activo con alta flexibilidad al momento de venta.

Nota:

Al momento de la presentación de este documento se está completando la evaluación para la adquisición parcial de un activo forestal compuesto por 47,281 hectáreas, de las cuales 14,398 hectáreas se encuentran forestadas con Eucalyptus y 16,968 hectáreas se encuentran forestadas con Pino, lo cual arroja un aprovechamiento del 66%.

De este patrimonio forestal se proyecta una cosecha total de unos 2.3 millones de m³ de madera de Eucalyptus para la producción de pulpa de celulosa en los primeros 7 años del proyecto. Asimismo se estima una cosecha final (tala rasa) de unos 6 millones de m³ de madera de Pino, de los cuales el 75% corresponderá a madera para aserrío. La cosecha final tendrá lugar sobre el inicio del tercio final de vida del proyecto.

A medida que se registren las cosechas se establecerá una plantación eficiente y de alta calidad de las especies Eucalyptus Grandis (60% aproximadamente) y Eucalyptus Dunnii (40% 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, i.e. aserrío y celulosa.

2. OPORTUNIDADES Y FORTALEZAS DEL PROYECTO

• Oportunidades del mercado forestal

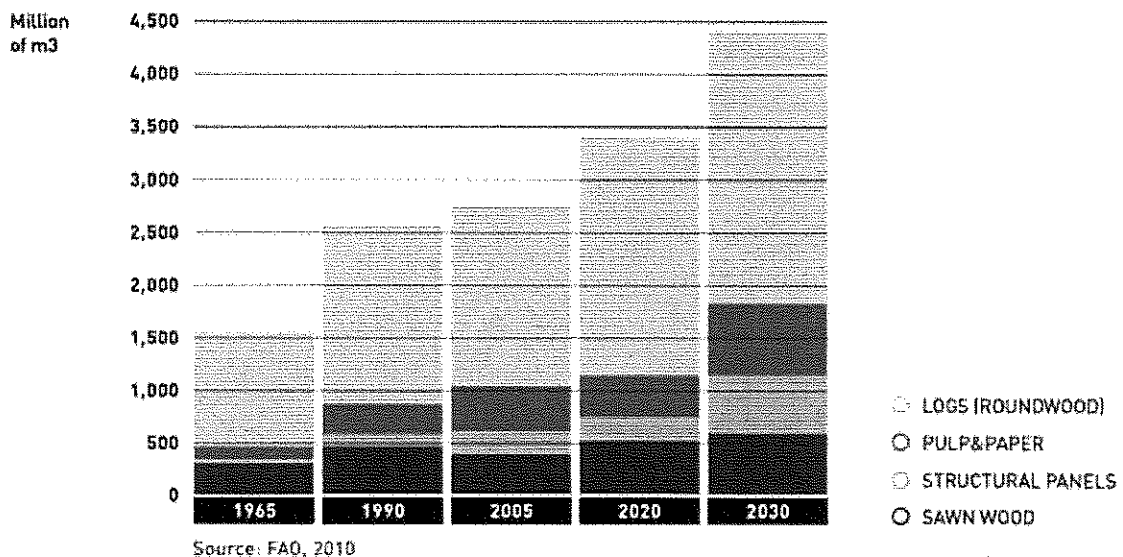
El mercado mundial de productos forestales mantiene un desfase entre una demanda muy activa y creciente y una oferta con posibilidades limitadas de reaccionar rápidamente. Esta brecha continuara aumentando en el largo plazo por factores estructurales, demográficos, ambientales y ciclos de producción, que no están ligados a los ciclos económicos.

La demanda de productos forestales continuara creciendo de la mano de los cambios demográficos (aumento de la población y migración a las ciudades) en las economías en desarrollo. El uso de biomasa como fuente de generación de energía renovable se ha instalado en gran cantidad de países y su uso se ha consolidado basado en el desarrollo de una industria de escala mundial que involucra I&D, logística, finanzas, desarrollo industrial, etc. Finalmente, existe un creciente interés, y de hecho

ya hay I&D, en desarrollar nuevos usos para las fibras ligno-celulósicas como sustituto de otras fibras naturales.

La oferta de productos forestales está determinada por la explotación de los bosques naturales y la producción de madera en bosques implantados para uso comercial. La explotación de bosques naturales ha sido progresivamente regulada y mayoritariamente prohibida con el objetivo de proteger biomas frágiles y/o de gran importancia para la humanidad por sus efectos sobre el clima. En el hemisferio norte los bosques naturales de coníferas se han explotado por encima de su capacidad de reposición disminuyendo aún más la oferta. La producción de madera en bosques implantados tiene un ciclo de producción de 7 a 10 años para su uso en la producción de pulpa de celulosa y de 19 a 21 años para su uso en aserrío. A su vez una alta proporción de los nuevos desarrollos forestales están orientados a la producción de madera para celulosa, siendo que en el mediano y largo plazo el mayor aumento de la demanda se registrará en la madera de aserrío (que tiene como subproducto la madera para biomasa y celulosa).

GROWING DEMAND FOR FORESTRY PRODUCTS



- Oportunidades de la forestación en Uruguay

Nuestro país se encuentra bien posicionado para beneficiarse en forma sostenible del desfase entre oferta y demanda de productos forestales o del "gap celulósico" como ha dado en llamarse. El desarrollo forestal del país cuenta ya con más de tres décadas y además de contar con un sólido marco legal tiene un tratamiento impositivo favorable para las explotaciones forestales, en particular, para la producción de madera de aserrío.

El país tiene ventajas naturales para la producción forestal como la tasa de crecimiento biológico de los árboles, que cuadruplican el crecimiento en el hemisferio norte; una topografía que permite que toda la cosecha sea mecanizada; mano de obra adecuada para la realización de los trabajos silviculturales (podas que son de vital importancia para obtener madera de calidad) y un precio de la tierra que es significativamente inferior al de otros países de tradición forestal.

La comercialización de la producción forestal no es un obstáculo para el continuo y progresivo desarrollo del sector. A nivel local existe un mercado muy activo y denso para los productos de valor más bajo como la madera para la producción de celulosa o para uso en biomasa. Los aserraderos locales procesan cantidades crecientes de madera y las exportaciones, tanto de rolos como de madera procesada tienen como destino una gran cantidad de mercados.

La forestación cubre aproximadamente 1 millón de hectáreas. Aproximadamente la mitad están integradas verticalmente con las dos plantas de celulosa, UPM y Montes del Plata. Los fondos institucionales, mayoritariamente de origen extranjero superan las 200,000 hectáreas de plantaciones. Uruguay es el segundo destino después de Brasil, en lo que respecta a inversiones forestales de fondos norteamericanos.

3. MONTO DE LA INVERSIÓN

El proyecto de plantación forestal de Bosques del Uruguay 3 demandará un aporte de capital de 190 millones para cubrir la inversión y los costos operativos

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

Componentes de la Inversión del Fideicomiso Bosques del Uruguay 3

	Miles de US\$	Participación (%)
Tierra y activo fijo	121,512	64%
Costos de producción	72,737	38%
Implantación/Compra de bosques	52,479	28%
Fee Administrador (Año 1 al 9)	12,562	7%
Impuesto Patrimonio	1,583	1%
Costos certificados carbono	424	0%
Costo Estructuración (Año 1 al 9)	2,478	1%
Otros	5,535	3%
Ingresos	-79,309	-42%
TOTAL	190,000	100%

Se estima que un 70% de la inversión corresponde a la compra de tierra y bosques, un 26% a la implantación y operación de los bosques hasta la primera cosecha en el año 2022; 11% corresponde administración, 15% al pago de impuestos, 4% costos de los certificados de carbono y estructuración, netos de los ingresos generados en los primeros 9 años.

IV. EL MERCADO FORESTAL

1. EL MERCADO INTERNACIONAL

Las inversiones en forestación han logrado gran popularidad tanto en el Hemisferio Norte como en Latinoamérica. Según Standard & Poor's (2007), las inversiones en madera por parte de inversores institucionales y fondos habían mostrado un aumento considerable, caracterizando al activo forestal como uno de retornos estables y con baja correlación comparado con los activos financieros tradicionales.

Los inversores institucionales, compañías y fondos de inversión tenían en propiedad más de US\$ 50 billones en activos forestales en Estados Unidos en 2004, con 40 millones de hectáreas en plantaciones forestales industriales, lo que representaba un 18% del área de bosques del país. Estos autores señalan que un tercio del área plantada ha cambiado de dueños, con gran actividad compradora de las administradoras forestales (Timberland Management Organizations –TIMOs-) y de los fondos de administración inmobiliarios (Real Estate Investment trusts –REITs-). Ambas figuras, con conocimientos técnicos y Management profesionales, han pasado a ocupar un lugar preponderante en la gestión de activos forestales, sobrepasando a una buena parte de las compañías forestales y de papel que solían ser las propietarias de los bosques productivos¹.

Los factores que están detrás de esos cambios son: 1) necesidad de aumentar el valor para los accionistas, 2) reducción de deuda, 3) eficiencia impositiva por las ventajas de las REITs, 4) desarrollo de estrategias impositivas que minimizan el impacto en las ganancias, 5) producción de materias primas, y atractiva relación riesgo/retorno.

El retorno económico de las inversiones en forestación viene dado por el crecimiento biológico del árbol y por la apreciación en el valor de la tierra. Por su propia naturaleza el crecimiento biológico genera valor, el cual se acumula gradualmente en el árbol. Finalmente, el crecimiento acumulado provoca un cambio en el uso potencial de la madera y con ello un cambio positivo en el valor de la misma. El retorno de la inversión en forestación está pues dado por²:

- Crecimiento biológico: en EEUU esta variable explica más de la mitad del retorno de una inversión forestal.
- Aumento en el valor de la madera por cambio en el uso de la misma. Los tres usos más comunes en secuencia según la edad son: pulpa, chipeo y aserrado para tablas. A grandes rasgos, para pulpa en general se consideran ciclos menores a 10 años, mientras que en madera para tablas se precisan ciclos de 16-20 años.
- Precio de venta de la madera es la segunda variable en importancia.
- Precio de compra de la tierra.

En resumen, las TIMOs y RIETs han visto en las inversiones forestales:

- 1) Colocación con un retorno relativo alto si se compara con otras de igual riesgo.
- 2) Volatilidad limitada: la desviación estándar de los principales Índices forestales en Estados Unidos ha sido considerablemente inferior a la mostrada por otros como el S&P 500 o el Russell 2000.

¹Fasano y Straka (2009)

²Fasano y Straka, 2009; Mortimer, 2009.

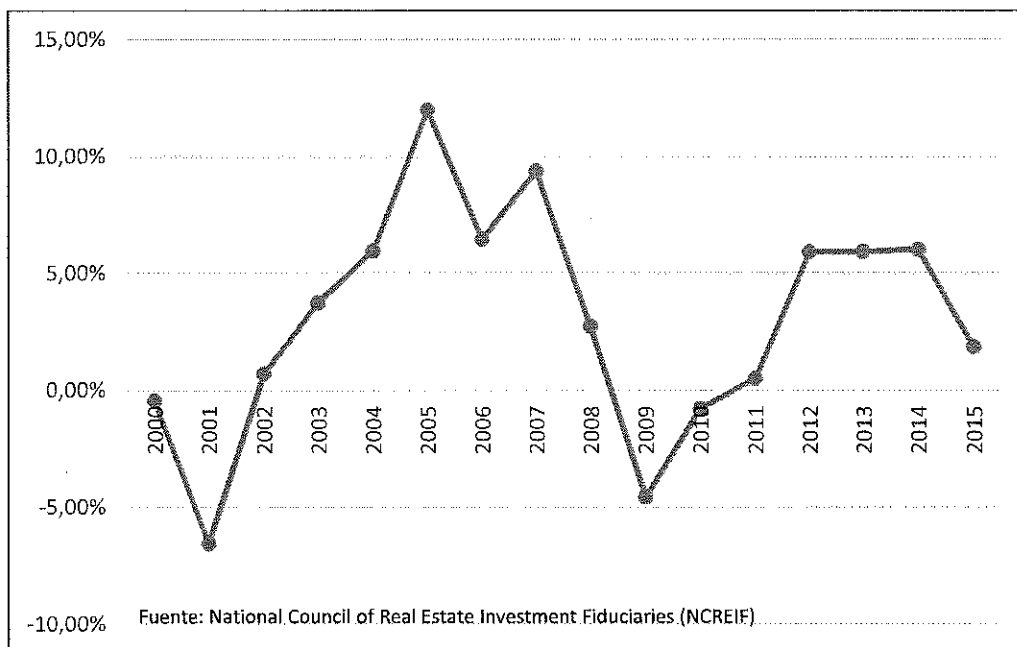
- 3) Correlación muy baja (menor a 0,15) con activos tradicionales como acciones, bonos, y operaciones inmobiliarias regulares. En este sentido las inversiones forestales aparecen como un producto complementario y contribuyen a expandir la frontera eficiente de riesgo/retorno del portafolio
- 4) Cobertura contra la inflación, los retornos han mostrado aumentos mayores que la inflación. La madera es un activo real además y por tanto con una dinámica diferente a la de los activos financieros. Por otra parte, los precios de la madera han tenido subas anuales mayores a las tasas de inflación.
- 5) Ventajas impositivas.
- 6) Flujo de caja predecible.
- 7) Activo que está creciendo y gestión flexible del momento de venta de la madera.

En el pasado, las inversiones forestales carecían de mecanismos para comparar su desempeño, era muy difícil contar con un *benchmark*. No obstante, ahora existen varias compañías forestales operando en bolsa. Por ejemplo, en los Estados Unidos se estiman, entre otros, dos índices de referencia para los retornos de las inversiones forestales:

- 1) El National Council of Real Estate Investment Fiduciaries (NCREIF) que publica el Timberland Property Index desde 1994³.
- 2) El John Hancock Timberland Index (JHTI).

El primero es el más utilizado y divulgado. En los últimos diez años el retorno promedio del NCREIF Timberland Index ha sido del 4.1%, superior a los retornos de otros indicadores como el S&P 500 Index, o los índices de bonos del tesoro.

Evolución del NCREIF Timberland Index



³<http://www.ncreif.com/timberland-returns.aspx>

2. EL MERCADO LATINOAMERICANO

Existen en América Latina y el Caribe 18 millones de hectáreas de bosques plantados, esto es un 5% de la superficie forestal plantada del mundo, emergiendo la región como líder en plantaciones forestales de alta productividad. Argentina, Brasil, Chile y Uruguay poseen el 78% de los bosques plantados de la región. FAO (2009) afirma que el desarrollo de las plantaciones, impulsado por el sector privado, es apoyado por los gobiernos a través de políticas favorables e incentivos financieros (reembolso de costos, préstamos con interés reducido, etc.). 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).

FAO subraya las siguientes características de las plantaciones forestales en la región.

- La inversión en tecnologías de mejora de la productividad, en especial la propagación clonal.
- El uso de especies de rápido crecimiento, como *Eucalyptus* spp., *Pinus radiata*, *Pinus taeda* y *Pinus elliotii*, manejadas de manera intensiva;
- La integración de las plantaciones con la elaboración maderera, y también con la elaboración de pulpa de celulosa.

Las TIMOs han ocupado un lugar creciente en América Latina. Las TIMOs son organizaciones de gestión de inversiones forestales. Tienen como responsabilidades principales encontrar, analizar, estructurar, adquirir y gestionar activos forestales para sus clientes. Según Wiecheteck (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.

Entre las principales TIMOs norteamericanas se encuentran: Hancock Timber Resource Group (HTRG), Brookfield Asset Management, GMO Renewable Resources (GMO RR), Wagner Forest Management (WFM), The Forestland Group, Forest Capital Partners, Resource Management Services (RMS), Forest Investment Associates, The Campbell Group, Global Forest Partners (GFP), y RMK Timberland Group, entre otros (Wiecheteck, 2008).

Buena parte de estas organizaciones manejan áreas superiores al millón de hectáreas. Según figura en los sitios web de las empresas, Hancock administra 1,8 millones de hectáreas o un activo valuado (2009) en US\$ 8 billones. Otras instituciones como Forest Capital Partners, Brookfield, The Campbell Group, cuentan con más 1,3 millones de hectáreas cada una. Los TIMOs han manejado retornos reales para sus inversiones que promediaron 4.1% para el periodo 2005-2015.

En el 2008 en América Latina las TIMOs (principalmente instituciones de EEUU) contaban con unas 410.000 hectáreas en propiedad. Del total, un 48% estaba en Brasil, 36% en Uruguay, 13% en Chile, 3% en Argentina⁴. Las instituciones con presencia eran Hancock, GMO, Global Forest Partners, y RMK.

En el Uruguay las TIMOs son propietarias de más de 200 mil hectáreas distribuidas en los departamentos de Rivera, Tacuarembó, Cerro Largo, Treinta y Tres y Lavalleja.

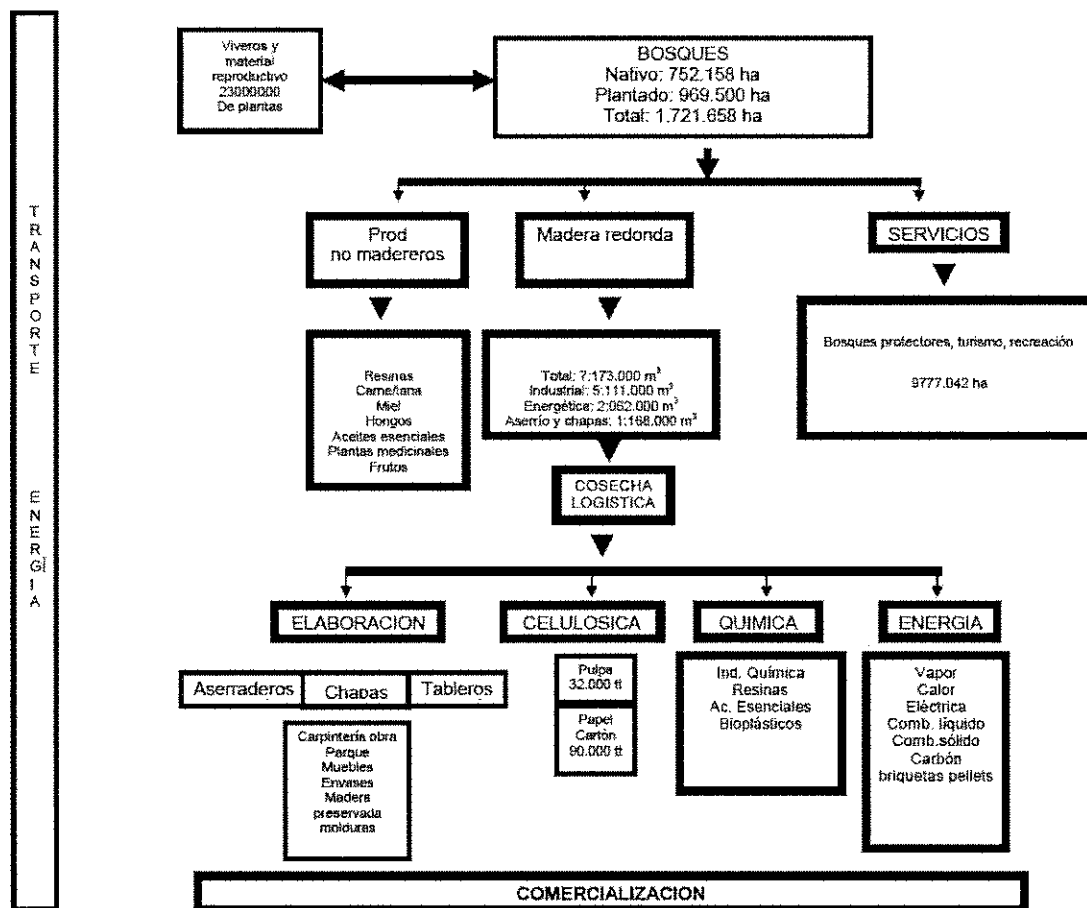
⁴RISI también maneja estos datos, ver: http://www.risiinfo.com/Marketing/other/south_american_tree_farm.pdf

3. LA FORESTACIÓN EN EL URUGUAY

i. LA CADENA FORESTAL

El sector forestal se divide en una fase silvícola, otra fase logística, y luego la fase industrial y la comercialización. Asimismo se distinguen diferentes cadenas agroindustriales de base forestal: la celulósica-papelera, la de productos de madera elaborada, la industria química de base forestal, y la energética. Se hará mayor énfasis en resaltar los aspectos más destacables de la cadena de madera sólida, esto es productos madereros de mayor valor (aserrado y debobinado) y la de destino a pulpa ya que son las dos principales salidas comerciales del proyecto. El uso energético sería un componente alternativo al de celulosa⁵.

Cadena Forestal en Uruguay, 2008



Fuente: Anuario OPYP. Mantero, San Román, Lignone y otros (2008).

⁵Mantero, San Román, Lignone y otros (2008)

a) *Fase silvícola*

El desarrollo de la forestación tomó impulso en Uruguay con la aprobación de la ley forestal N° 15.939 (28/12/1987), promocionándose a las plantaciones definidas según suelos, especies, densidades, manejo, etc.). Esta ley en esas condiciones fue mantenida hasta 2005. Se establecieron 3,57 millones de hectáreas de prioridad forestal, agrupados principalmente en los grupos Coneat 2, 7, 8 y 9. Un 77% de las plantaciones existentes en 2004 se habían realizado en suelos de Prioridad Forestal⁶.

Suelos de Prioridad Forestal en Uruguay

Grupo Coneat	Superficie (hectárea)	Proporción	Índice Coneat		
			Promedio	Max	Min
7	477.027	13.35%	67	92	31
8	513.066	14.35%	80	109	31
9	822.054	23.00%	77	114	35
2	1.453.774	40.67%	65	83	53
0.7	92.705	2.59%	3		
0.9	165.330	4.63%	60	74	26
S 0.9	50.347	1.41%	41	74	26
TOTAL	3.574.303	100%			

Fuente: DGF-MGAP

El Decreto 294/010 de julio de 2010 modificó los suelos de prioridad forestal. De este modo, quedaron 3.294.603 hectáreas de prioridad forestal, y unas 786.765 adicionales que requieren aprobación.

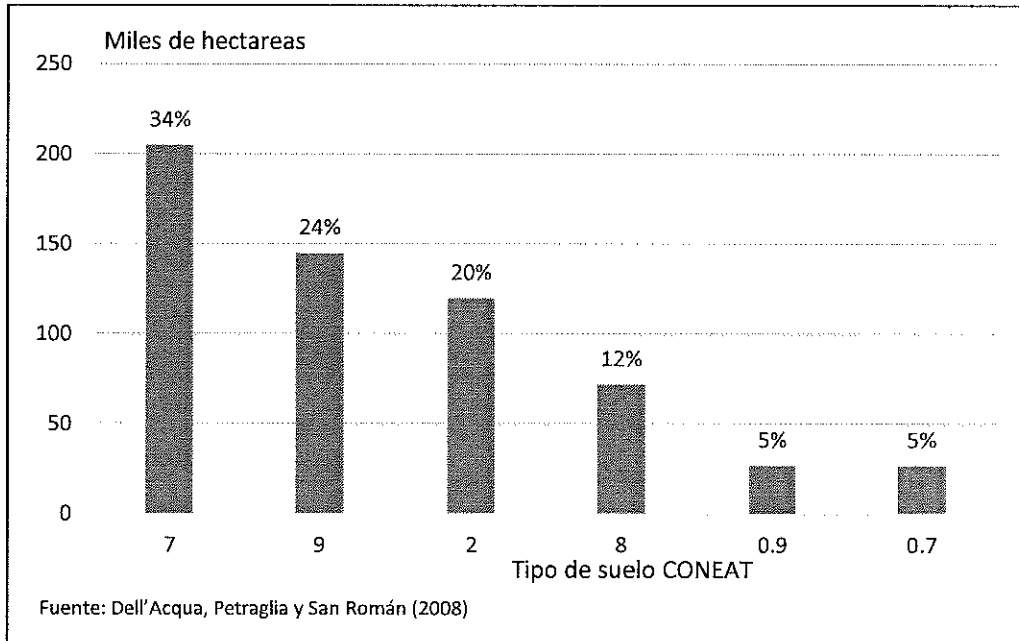
El grupo Coneat 7 es característico de la zona Norte del país (Rivera y Tacuarembó), el grupo 2 es del Este (Lavalleja, Maldonado, Rocha Treinta y Tres y Cerro Largo), el grupo 8 predomina en el centro-este (Durazno y Cerro Largo), el grupo 5 en la zona centro del país (Durazno y Florida) y el grupo 9 en el Oeste (Paysandú, Río Negro, Soriano y Colonia).

Los suelos de prioridad condicional son los suelos 2.11b, 2.20, 4.2, 0.72, 8.9, 8.13 y S09.11.

Según Dell'Acqua, Petraglia y San Román (2008), un tercio del área plantada se había realizado sobre suelos 7 en la clasificación Coneat, seguidos por suelos 9 y 2.

⁶Dell'Acqua, Petraglia y San Román, 2008. MGAP.

Plantaciones forestales según tipo de suelo Coneat (2004)



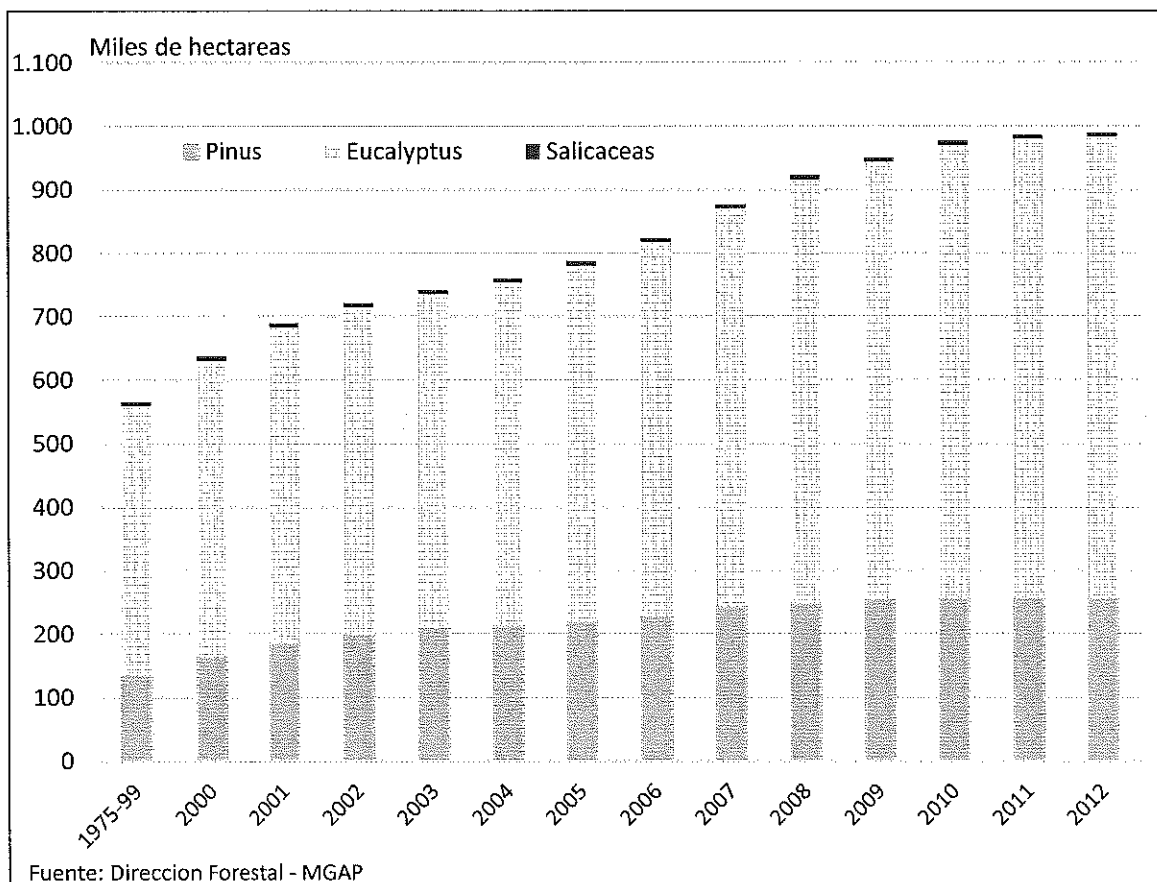
Estos autores sostienen que casi la mitad de la clase Pino se había plantado en los grupos 7 de suelos Coneat y un 15% en los grupos 9. En cuanto a los Eucalyptus, la plantación del *Globulus* predominaba en el grupo 2, mientras que en el Grandis un 60% era en los grupos 7 y 9.

Tomando lo anterior, se puede estimar cruzando estos datos con los suelos de prioridad forestal y proyectando a la fecha, lo que se ha plantado aproximadamente de cada grupo de suelos de prioridad forestal:

- 62% del grupo 7
- 25% del grupo 9
- 12% del grupo 2
- 21% del grupo 8

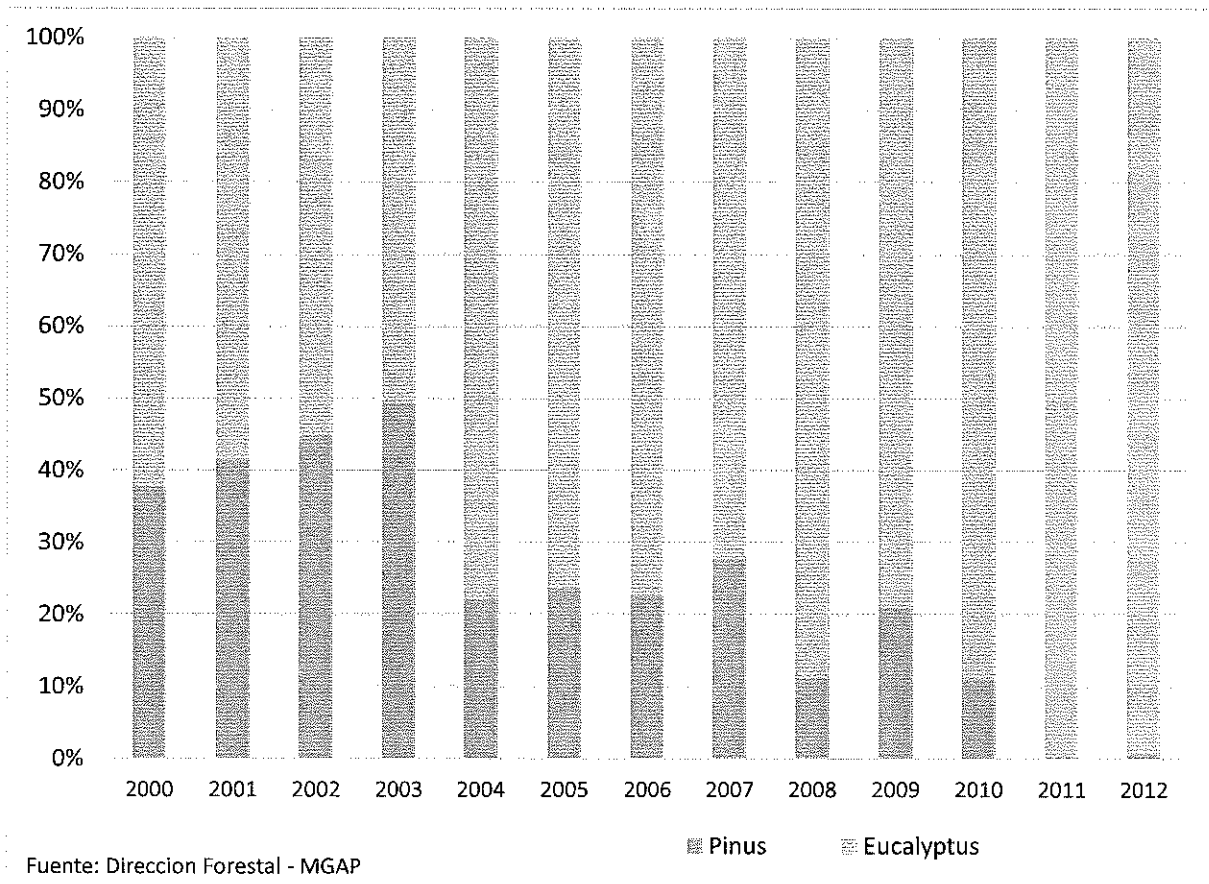
Las plantaciones forestales alcanzaban 990 mil hectáreas en 2012 según datos de la Dirección Forestal, aproximadamente un 6.6% de la superficie productiva del país y una cuarta parte de la superficie potencial a forestar considerando el área de prioridad más la que requiere aprobación. Los géneros *Eucalyptus* y *Pinus* explican la mayor parte de la superficie plantada bajo proyecto.

Evolución de la superficie forestada en Uruguay, 1975-2012.



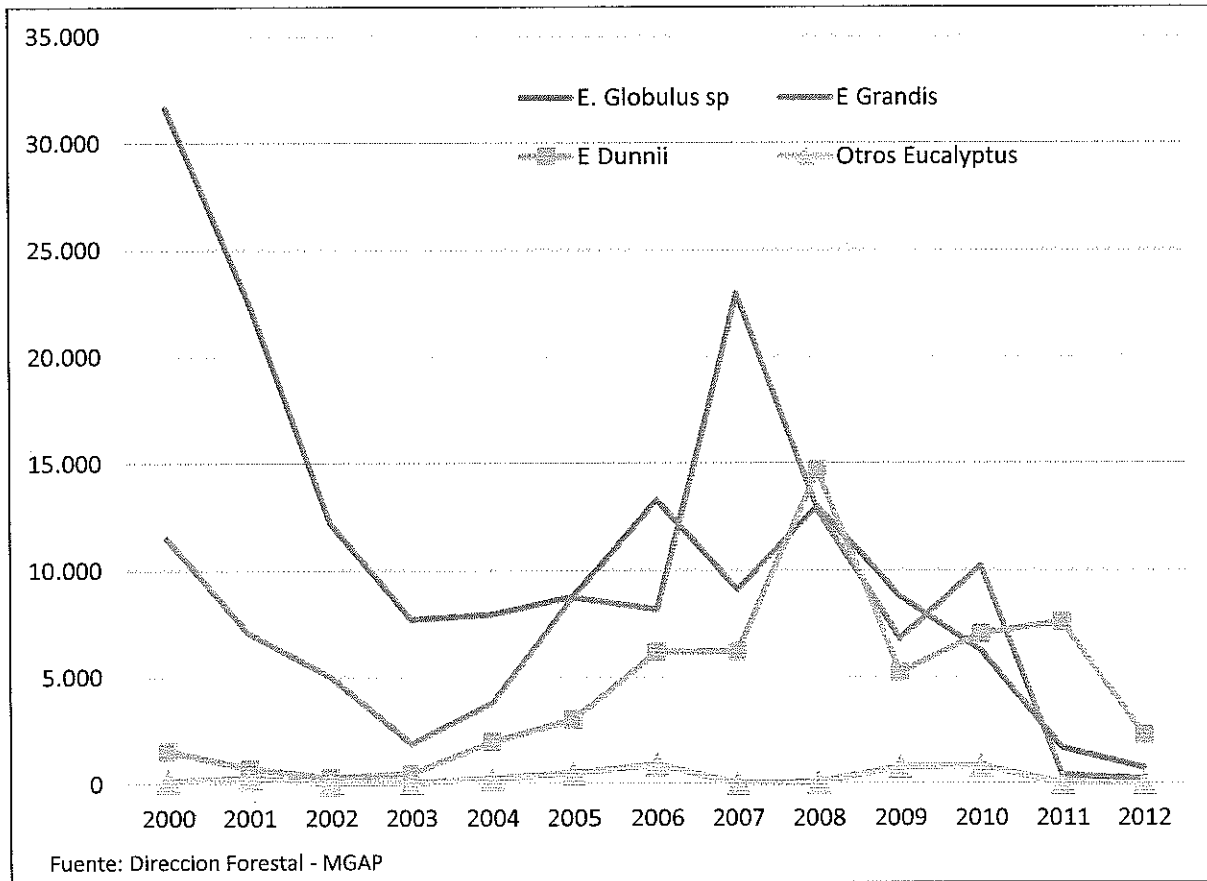
Entre los años 2000 a 2003, la participación del Pino en nueva superficie plantada bajo proyecto aumentó del 38% al 50%. A partir de 2004 esa dinámica de los primeros años del 2000 se rompió y más del 75% de la superficie de las nuevas plantaciones bajo proyecto corresponden a Eucalyptus.

Participación por género en la superficie plántada de los nuevos proyectos forestales presentados

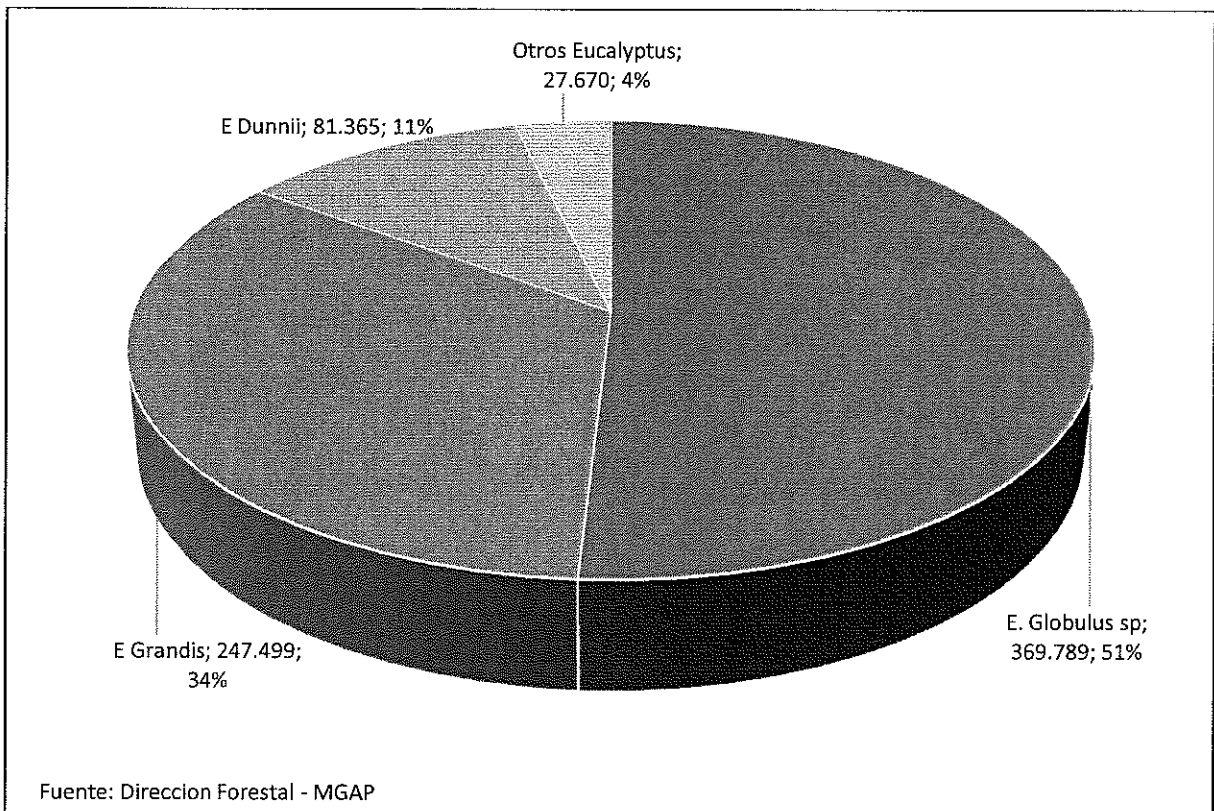


Durante el periodo 2000-2005 el *Eucalyptus globulus* fue la principal especie plantada, no obstante el pronunciado descenso en nueva área forestada de esta especie. Desde 2003, se verifica un aumento en la superficie forestada con *Eucalyptus Grandis* y con *Eucalyptus Dunnii* que alcanza un máximo en los años 2007/08. A partir de 2009, las nuevas implantaciones de *Eucalyptus* muestran una tendencia declinante para todas las especies.

Área plantada con Eucalyptus según especie (hectáreas)



Participación de las diferentes especies de Eucalyptus en el total plantado a 2012



Casi el 65% de la forestación del país se concentra en 5 departamentos (Rivera, Paysandú, Río Negro, Tacuarembó, Lavalleja). Existe una plantación diferencial de Eucalyptus y Pino según región. El 70% de la superficie de Pino se concentra en Rivera (44%) y Tacuarembó (27%). Las plantaciones de Eucalyptus están más focalizadas en el oeste, donde Paysandú y Río Negro explican el 30% de la superficie plantada.

Área forestada bajo proyecto por departamento y especie (Total a 2012)

	Total	Eucalyptus	Pino	Total	Eucalyptus	Pino	Eucalyptus	Pino
	Hectáreas			% sobre total			% dpto.	
RIVERA	164,522	50,537	113,452	17%	7%	44%	31%	69%
PAYSANDU	131,071	99,866	28,166	13%	14%	11%	76%	21%
RIO NEGRO	122,464	113,842	7,570	12%	16%	3%	93%	6%
TACUAREMBO	111,087	40,880	69,655	11%	6%	27%	37%	63%
LAVALLEJA	110,824	108,377	2,263	11%	15%	1%	98%	2%
DURAZNO	62,000	53,051	8,524	6%	7%	3%	86%	14%
CERRO LARGO	59,515	51,109	8,404	6%	7%	3%	86%	14%
FLORIDA	51,335	49,116	2,177	5%	7%	1%	96%	4%

ROCHA	43,162	38,953	4,179	4%	5%	2%	90%	10%
OTROS	134,050	120,592	12,553	14%	17%	5%	90%	9%
TOTAL	990,030	726,323	256,943				73%	26%

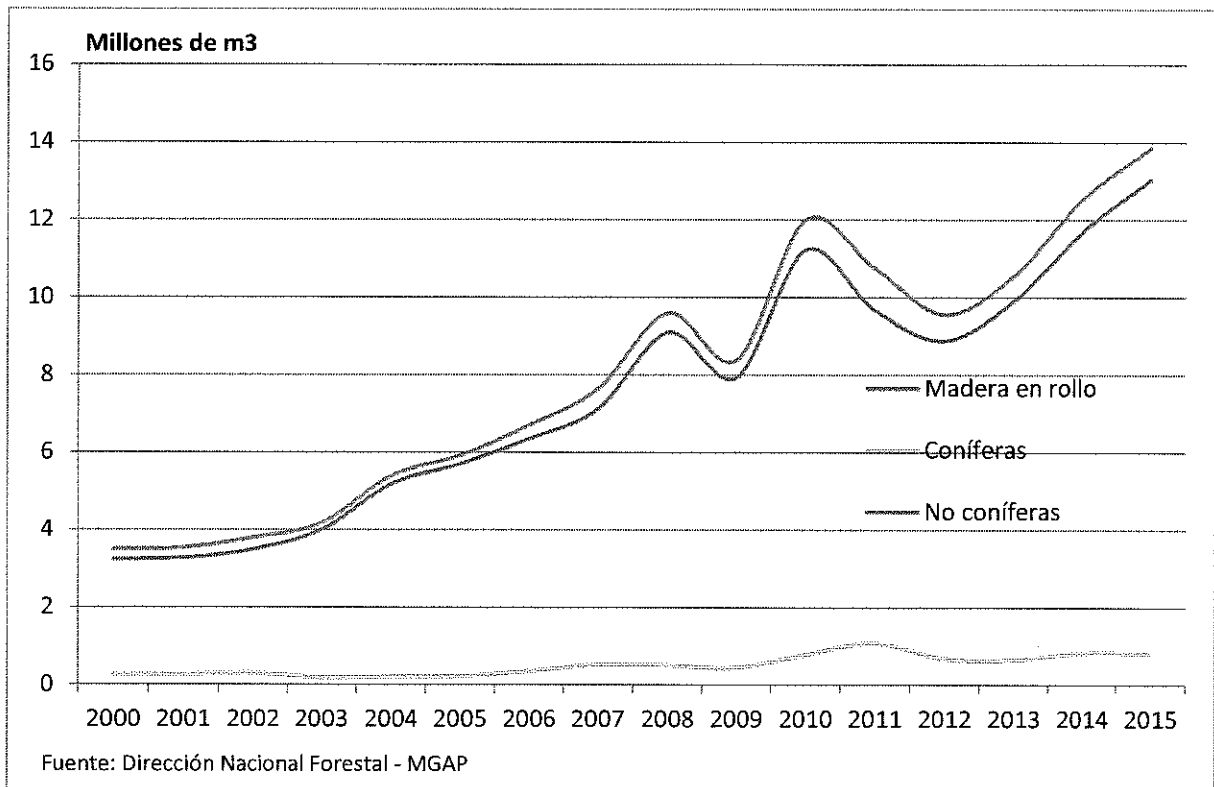
Fuente: Dirección Forestal - MGAP

El 65% de los bosques con destino industrial correspondía a empresas con patrimonio forestal superior a las mil hectáreas. Asimismo, se menciona que ha habido un cambio en los últimos años, donde una buena parte de inversores individuales vendieron sus montes a las compañías forestales. Buena parte del desarrollo de las plantaciones es producto de la inversión extranjera directa, proveniente de las compañías de Finlandia, Suecia, Chile y España, y de administradoras de fondos de inversión forestal de Estados Unidos⁷.

b) Extracción de madera y fase industrial

La extracción de madera en rollo ha crecido en forma sostenida desde el año 2000, superando los 13.8 millones de m³ en 2015. Entre 2000 y 2015 la extracción de madera creció a una tasa del 9.58 % acumulativo anual. El crecimiento es explicado por un aumento en la extracción de No-coníferas (principalmente Eucalyptus) debido a la mayor demanda para la producción de celulosa, y al ciclo de plantación más corto. La participación de las coníferas en la extracción de madera se ha mantenido constante en el entorno del 6% a lo largo del periodo. Recién en los últimos 5 años la participación aumenta al 7% del total. A partir de 2010 y hasta el fin del periodo la extracción de coníferas promedió 720 mil m³ anuales con un mínimo de 580 mil m³ en 2013 un máximo de 1 millón de m³ en 2011. **Extracción de madera rolliza, 2000-2015**

⁷OPYPA (2008)



Los usos de la madera pueden clasificarse en tres grandes grupos: combustible, pulpa e industrial (aserrío, tableros, otros). El crecimiento de la extracción se explica mayoritariamente por el aumento en la extracción de madera con destino a la producción de pulpa, que aumentó a una tasa del 15 % acumulativo anual durante el periodo.

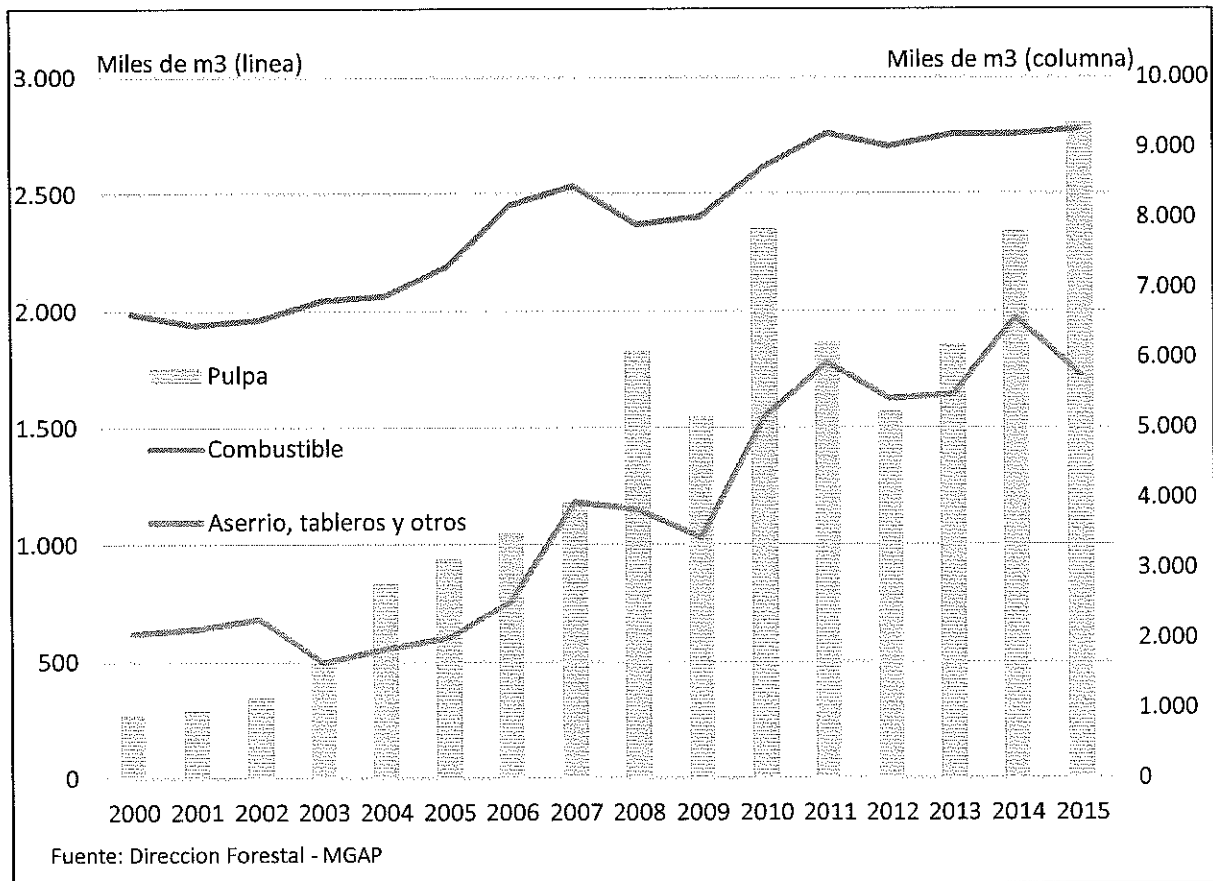
En los primeros años (2000 a 2006) la extracción de madera para pulpa estaba destinada a la exportación. La puesta en marcha de la planta de celulosa UPM en noviembre de 2007, provocó en primera instancia una rápida expansión de la extracción de madera con ese destino que pasó de 4 millones de m3 a 6 millones de m3 en 2008. A partir de 2008 la extracción de madera promedio anual con destino a pulpa a situó en los 6 millones de m3 para el periodo 2008-2013. A mediados de 2014 comenzó a funcionar la planta de celulosa de Montes del Plata y se verifica un nuevo empuje en la extracción de madera con destino a la producción de celulosa que aumenta a 7.8 millones de m3. Es recién en el 2015, con la planta de Montes de Plata en plena operación durante el año completo, donde se recoge el efecto de la misma en el volumen de extracción de madera con destino a pulpa que se sitúa en 9.4 millones de m3.

El complejo foresto-celulósico está fuertemente integrado ya que tanto UPM como Montes del Plata son propietarias de tierras y bosques. Además tienen acuerdos de administración forestal con algunas de las cajas de pensión (por ejemplo la Caja de Profesionales Universitarios). No obstante, un 20%-30% de las necesidades de materia prima deben buscarse en el mercado spot o asegurarse de otra forma. En los últimos años estas empresas han implementado planes de asociación con productores agropecuarios para el desarrollo de nuevas plantaciones o para pagos por arrendamientos de largo plazo.

La extracción de madera con destino a madera sólida (aserrío, tableros, otros) creció a una tasa del 9.45% acumulativo anual durante el periodo 2000-2015. Este crecimiento no obstante se concentra en la segunda mitad de período a partir de la instalación de las plantas de Urupanel y Weyerhaeuser en 2006. Entre 2000 y 2006 la extracción de madera con destino a uso industrial (aserrío, tableros,

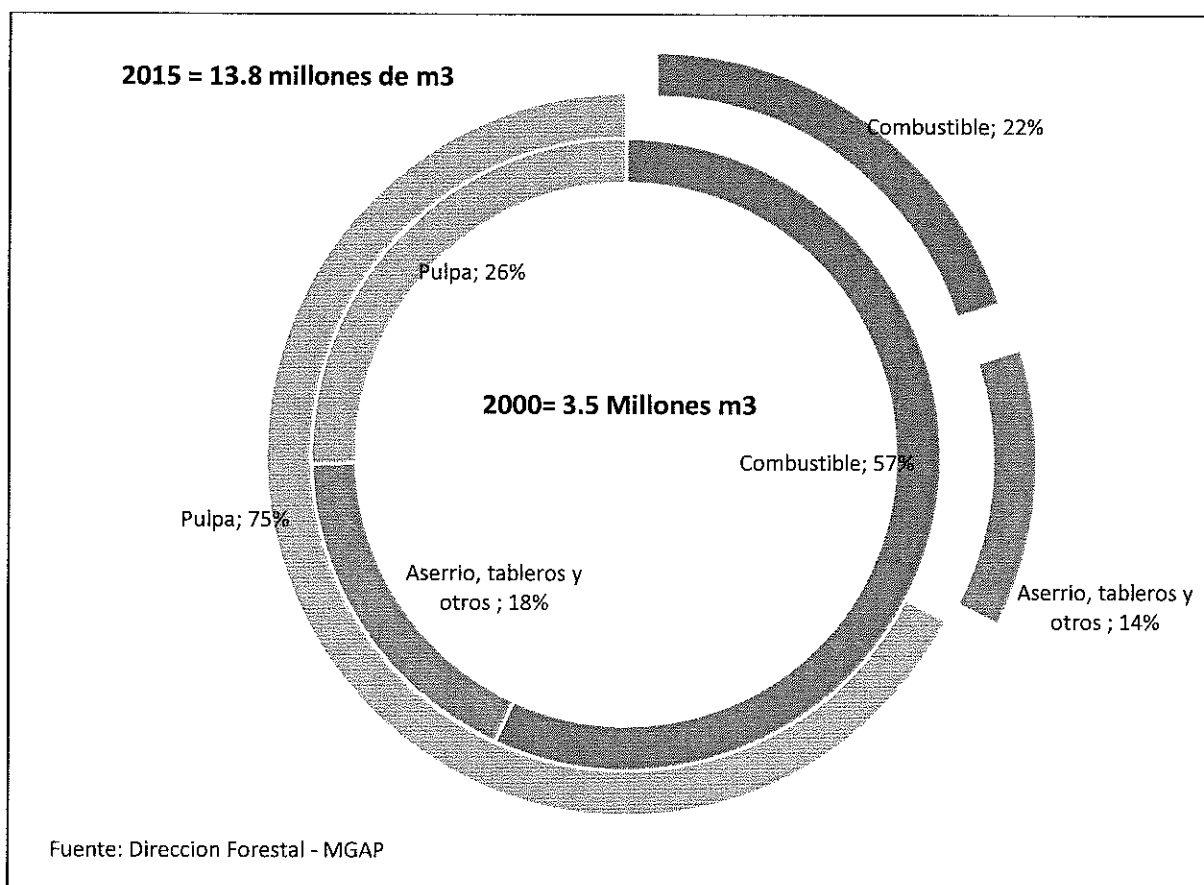
otros) promedio las 620 mil m3. En 2007 la extracción de madera con este destino aumenta un 50% pasando a un promedio anual de 1.1 millones m3 entre 2007 y 2009. Finalmente a partir de 2010 se produce un nuevo empuje en la extracción de madera, principalmente impulsado por la extracción de rolos de aserrío para exportación. Desde 2010 en adelante la extracción con destino a madera sólida industrial se ha mantenido por encima de los 1.5 millones de m3, con un pico cercano a los 2 millones de m3 en 2014.

Extracción de madera según uso final 2000-2015



Entre el año 2000 y el año 2015 la extracción de madera se multiplicó por 3.9, pasando de 3.5 millones de m3 a 13.8 millones de m3. Al inicio del periodo un 57% de la madera extraída era usada como combustible, un 26% con destino a pulpa y un 18% con destino a aserrío. En 2015, el destino principal de la madera fue la producción de pulpa (75%), mientras que el uso como combustible y aserrío bajaron su participación al 21% y 14% respectivamente.

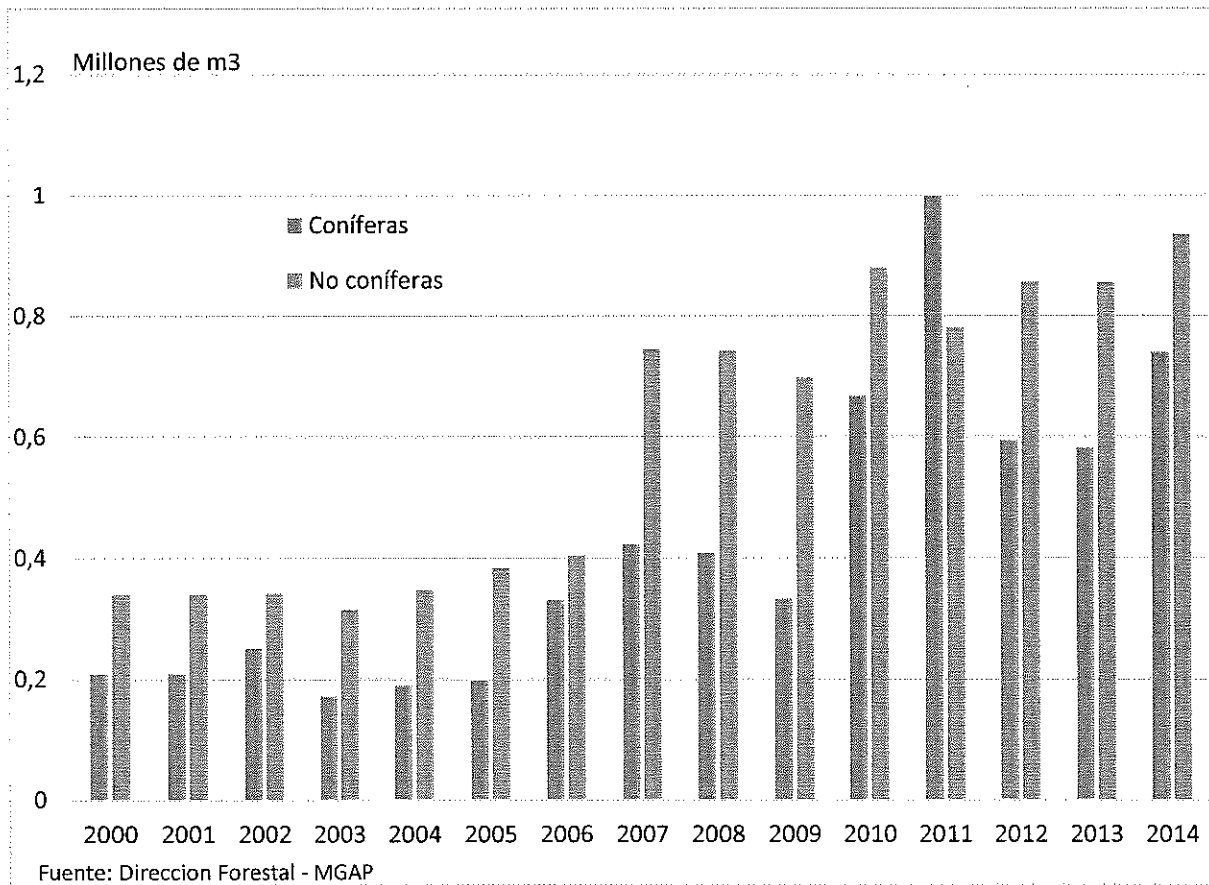
Uso final de la madera extraída, 2000 vis a vis 2015



En el sector de madera aserrada la integración vertical con la fase silvícola es menos acentuada, y los de mayor porte utilizan materia prima nacional. La industria de la madera es más fragmentada, con mayor presencia de PYMES. Según OPYPA (2008) en 2004 existían 169 aserraderos en Uruguay, de los cuales 120 eran categorizados como micro y pequeños. Había 10 medianos y grandes y otros 39 no especificados.

En lo que respecta al uso de madera para aserrío y debobinado se constata que el volumen extraído se triplicó entre 2000 y 2014, pasando de 548 mil m³ a 1.7 millones de m³. En términos promedios durante el período la relación coníferas-no coníferas se ha mantenido en 40%:60%, con ligeras oscilaciones.

Extracción de madera para aserrío y chapas, 2000-2014



La expansión de la industria manufacturera se refleja también en la evolución del índice de actividad física. El índice de Volumen Físico de la industria manufacturera (sin refinería) se duplicó entre 2002 y 2016 al pasar de 67 a 130. El subsector de la madera tuvo un comportamiento tendencial similar al promedio de la industria manufacturera con oscilaciones más marcadas. Hasta el año 2009 los valores mensuales del indicador eran superiores para la madera que para el promedio concordando con el primer periodo de expansión. Luego el indicador de actividad para la madera se mantuvo, con alguna excepción, siempre por debajo del promedio de la industria manufacturera.

El subsector del papel muestra el dinamismo de esta rama de la industria. Hasta el 2008, fecha en que comienza a operar UPM (ex Botnia) el indicador de actividad era similar al promedio de la industria manufacturera. Entre 2008 y 2014 el indicador de actividad del subsector del papel era unas 10 veces mayor que el del promedio del sector manufacturero. Finalmente en 2014 se constata el segundo despegue del sector con la puesta en marcha de la planta de Montes del Plata que eleva el indicador de actividad al eje de los 2000.

c) Fase logística

La carga forestal se caracteriza por su gran volumen y escaso valor unitario, por tanto el impacto del transporte en los márgenes es muy importante. Cada hectárea de un monte para pulpa con ciclo de 10 años requiere entre 4 y 5 camiones para transportar la madera. Por lo tanto, factores como la localización de las plantaciones, accesibilidad, selección del transporte, formas de carga, y descarga, juegan roles claves en el conjunto de la economía del negocio forestal. El crecimiento en el volumen cosechado a un ritmo muy superior a las inversiones en infraestructura ha estresado de alguna manera el sistema logístico en Uruguay.

Las opciones para el transporte forestal en Uruguay son el carretero y ferroviario. El modo fluvial está limitado por las represas, siendo navegable el tramo Nueva Palmira a Salto⁸. El modo carretero ha sido el predominante, y la rehabilitación del sistema ferroviario es un factor que puede dar gran potencial al negocio forestal en particular para las zonas mayores a 300 km de destino. Una extracción cercana a los 10 millones de m³ implica más de 250 mil camiones.

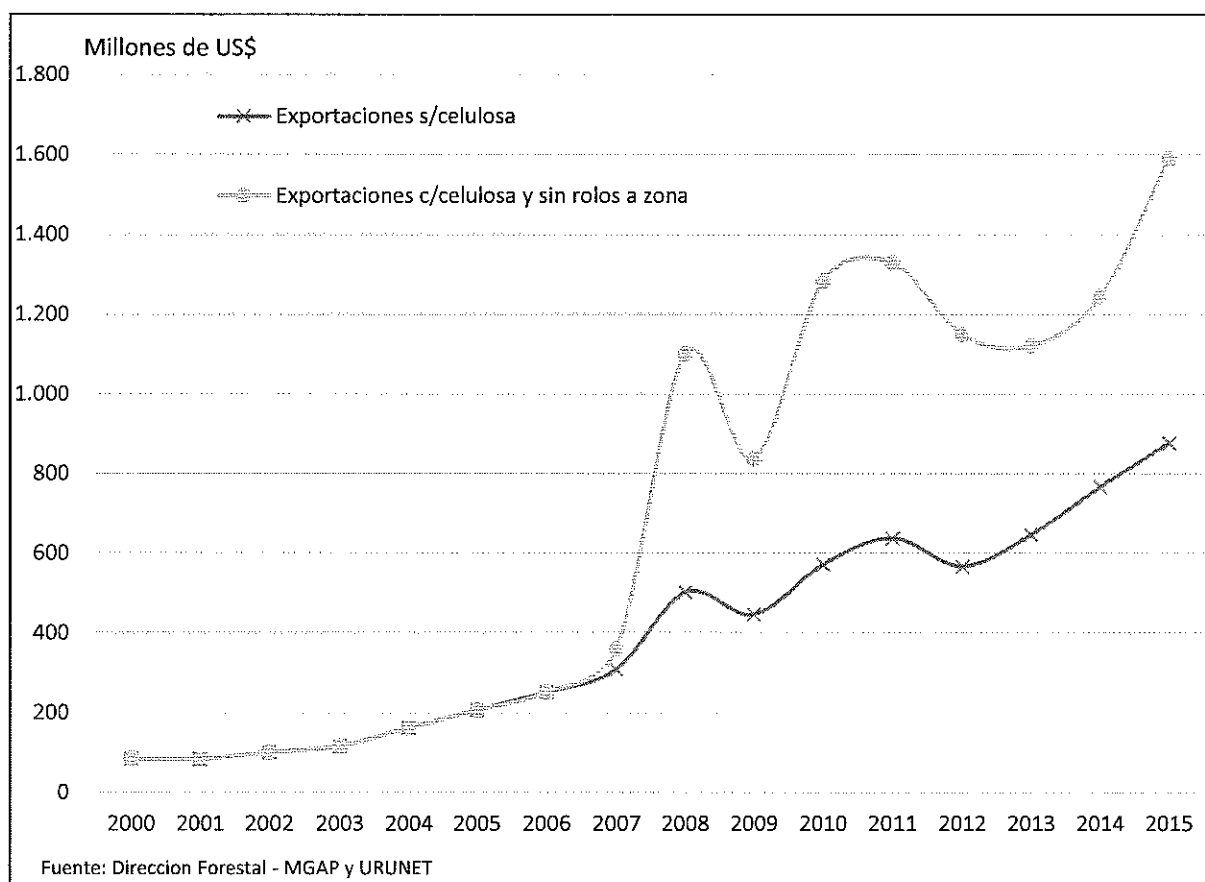
A la fecha, el principal flujo de madera es el que tiene a las plantas de UPM y Montes del Plata como destino para la fabricación de celulosa. Otros flujos de importancia son el central del país Rivera-Tacuarembó-Durazno-Montevideo, y el flujo central con la madera del este (Lavalleja principalmente).

d) Mercados y Comercio Exterior

Las exportaciones de productos forestales alcanzaron los US\$ 1,590 millones en 2015, transformándose en el primer rubro exportable, y representaron el 24% del total de las exportaciones agroindustriales. Las exportaciones de pasta de celulosa explican el 80% del valor de las exportaciones y la totalidad del incremento en las exportaciones respecto del 2014 como resultado de la puesta en marcha de la segunda planta del país (OPYPA, 2015). Vale indicar que las exportaciones de productos forestales tienen deducida las exportaciones de madera en rollo y chips de madera con destino a zona franca para la elaboración de pulpa de celulosa para evitar que se contabilicen doble.

⁸Uruguay tiene 2.000 km de ferrovía, una red vial nacional con 8.696 kilómetros, 1600 km de hidrovía, ubicando al país en los lugares 74, 64 y 53 del ranking mundial según la CIA Country Factbook en 2008.

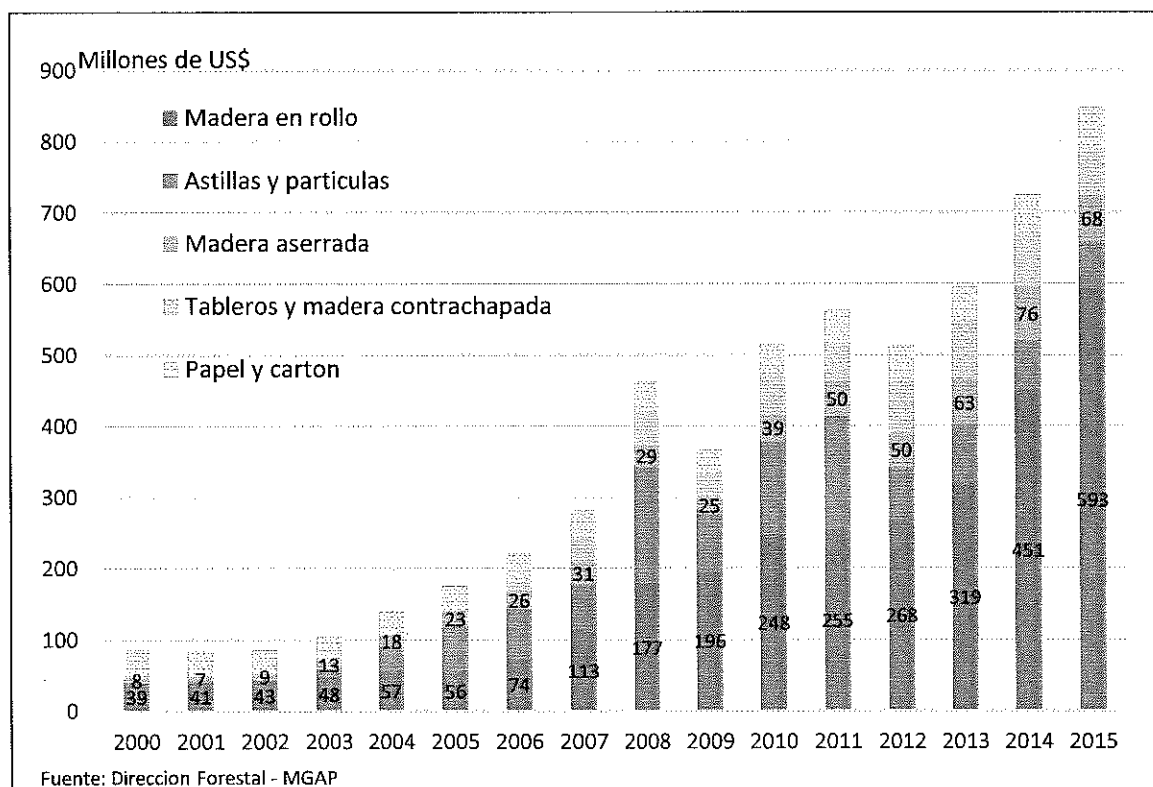
Intercambio comercial de los productos derivados del sector forestal



Las exportaciones de los otros productos derivados del sector forestal han crecido *pari passu* con las exportaciones de celulosa. Este grupo está compuesto por madera en rollo (i.e. troncos), astillas y partículas (chips de madera), madera aserrada, tableros y madera contrachapada, y papel y cartón. Entre 2007 y 2015 las exportaciones de este grupo de productos casi se triplicaron, pasando de US\$ 309 millones a US\$ 877 millones. Las exportaciones de madera en rollo han mantenido una participación mayoritaria en las exportaciones. Entre 2000 y 2007 representaron en promedio el 40% de las exportaciones. A partir del 2007 su participación ha sido creciente, situándose en 70% en el 2015. Entre 2007 y 2015, las exportaciones de madera en rollo crecieron al 17% acumulativo anual, pasando de US\$ 177 millones a US\$ 593 millones. Este crecimiento está, en gran parte, explicado por el aumento de las exportaciones de madera en rollo a zona franca para la producción de celulosa. En el 2007, el 20% de las exportaciones de madera en rollo correspondía a exportaciones a zona franca para la producción de celulosa; en 2008 el 80% y en 2015 el 96%.

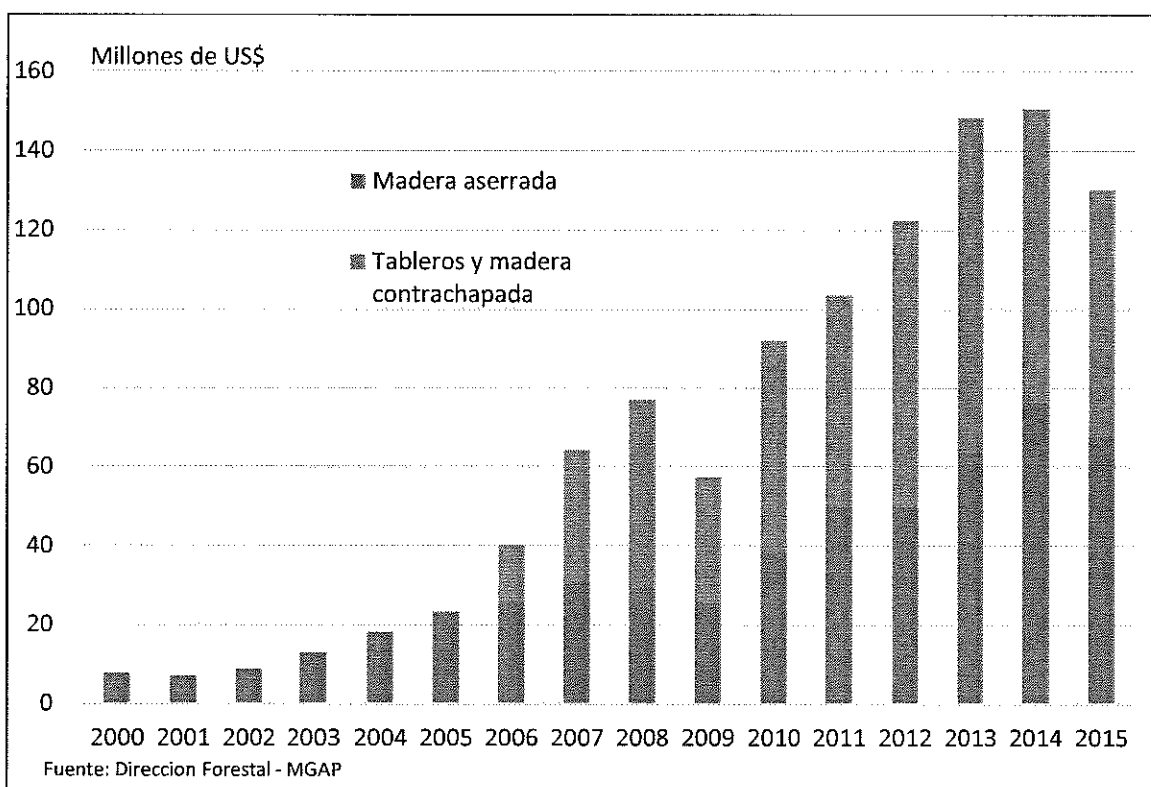
Entre 2007 y 2015, las exportaciones de madera aserrada crecieron a una tasa del 13 % acumulativo anual, mientras que las exportaciones de tableros y madera contrachapada aumentaron a una tasa del 10% acumulativo anual.

Exportaciones de productos primarios del sector forestal.



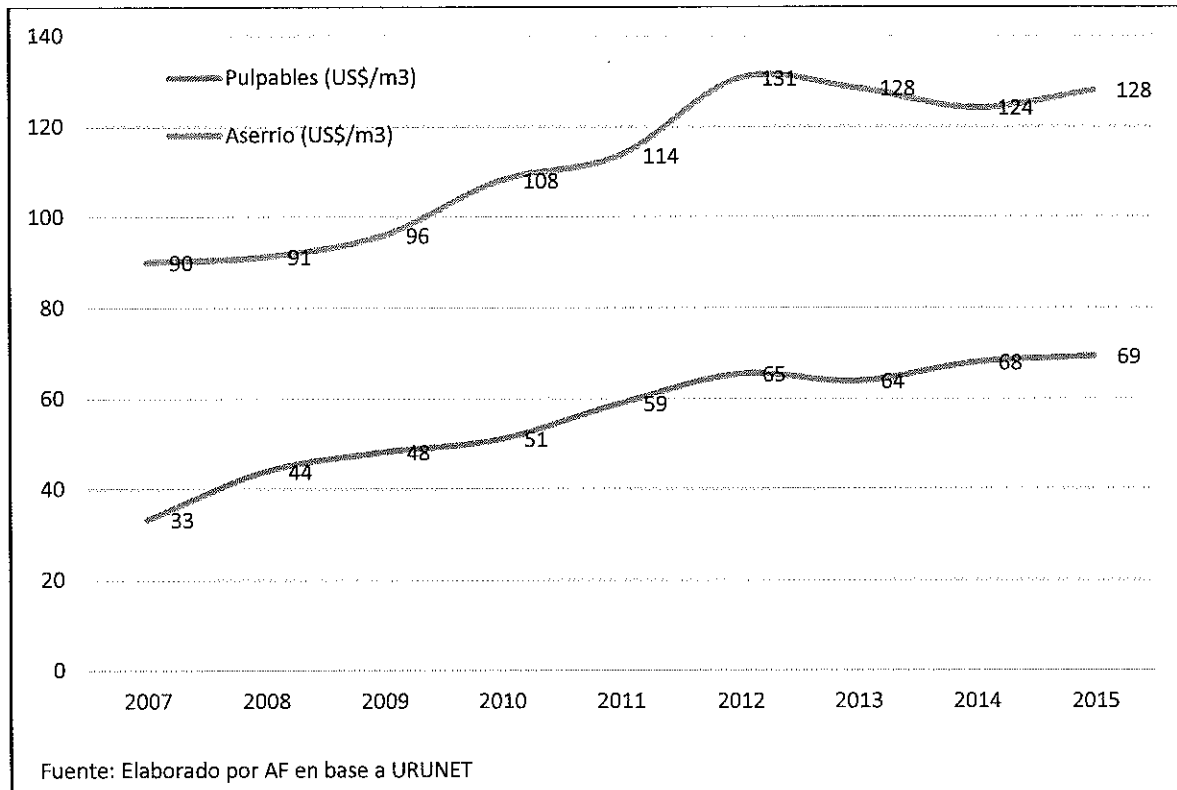
Las exportaciones de productos de valor agregado, madera aserrada y tableros, aumentaron de US\$ 77 millones en 2008 a US\$ 150 millones en 2014, para luego ceder en el 2015 y ubicarse en US\$ 130 millones.

Valor de las exportaciones de madera aserrada y tableros.



Los precios de exportación de los principales productos de origen forestal han mantenido una tendencia ascendente durante los últimos 8 años más allá de alguna ligera variación que responde a escenarios externos adversos.

Precio promedio de exportación de madera en rollo de Eucalyptus según destino (US\$/m³, FOB o pie de planta)



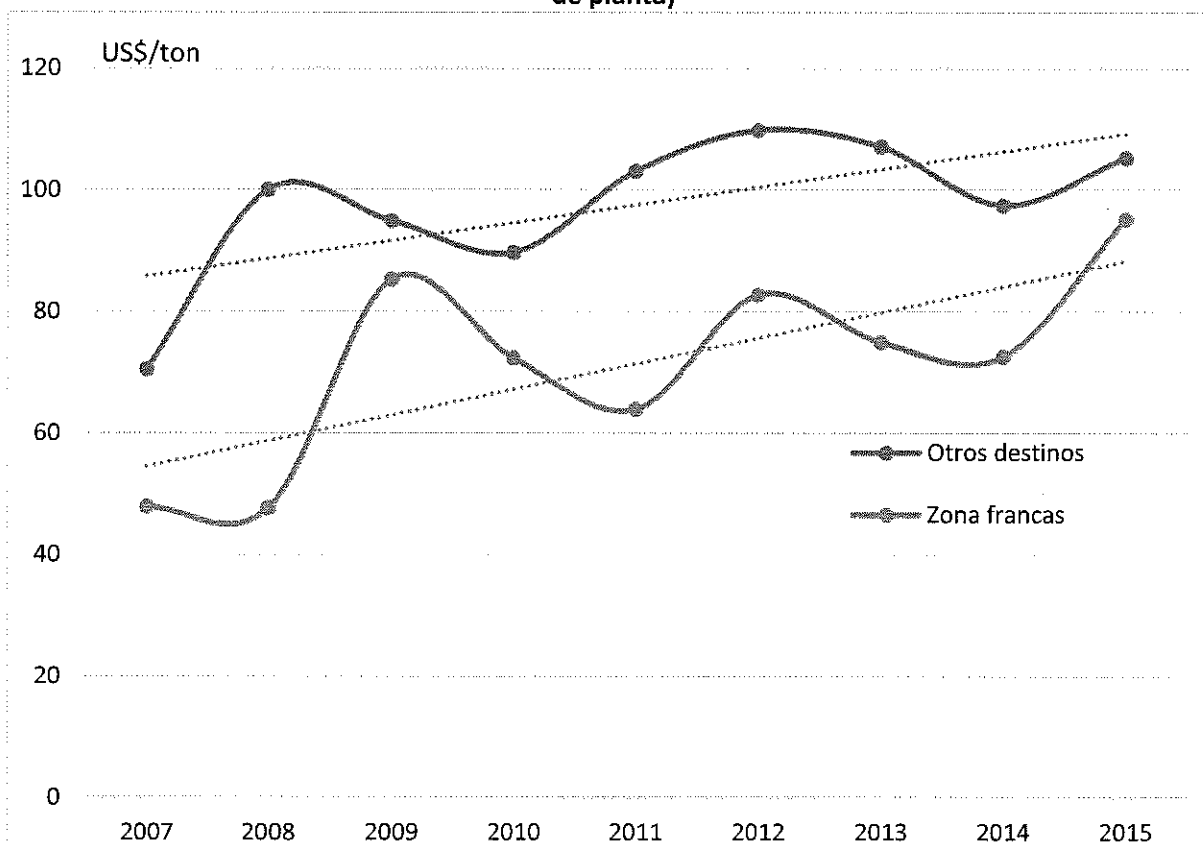
Más del 90% de la exportación de madera en rollo de Eucalyptus (rolos de Eucalyptus) tiene como destino las Zonas Francas, es decir que su destino final es la producción de pulpa de celulosa. El precio de los rollos con destino a la producción de pulpa se ha incrementado a una tasa del 8% acumulativo anual durante el periodo 2007/2015.

El volumen exportado de rollizos aserrables se ha mantenido en el entorno de los 150 mil m³, con un máximo de 200 mil m³ en el 2011. El precio de exportación ha crecido a una tasa anual del 2.7%. Vietnam y China son los principales mercados para este producto seguidos de India y Filipinas con creciente participación.

Las exportaciones de chips y astillas se consolidan sobre mediados del 2000. Entre las años 2005 a 2007 se exportaron un promedio de 850 mil toneladas, siendo España el principal destino de las mismas, seguido de Japón. En los años siguientes, 2008 a 2011, las exportaciones muestran cierta volatilidad registrándose picos de 1.6 millones de toneladas que se explican por el ingreso de nuevos países. Para el 2012 las exportaciones de chips y astillas caen a las 700 mil toneladas y se mantienen en niveles similares hasta la fecha. Desde 2008, Portugal ha incrementado sistemáticamente su participación como destino de las exportaciones de chips y astillas, explicando en 2015 el 87% de las mismas. Las zonas francas en Uruguay fueron el destino del 13% de las exportaciones de chips en el 2015, siendo este el valor máximo del periodo 2007-2015.

El precio de exportación de los chips y astillas, si bien mostro oscilaciones, se ha incrementado a lo largo del periodo. Los chips con destino a zonas francas mantuvieron precios inferiores a los de otros destinos, no obstante esta diferencia se ha venido cerrando lo largo del tiempo. El precio de exportación de los chips y astillas a otros destinos creció a una tasa del 3.3% acumulativo anual, mientras que para las zonas francas el crecimiento fue del 6.5 % acumulativo anual.

Precio promedio de exportación de chips y astillas de Eucalyptus según destino (US\$/ton, FOB o pie de planta)



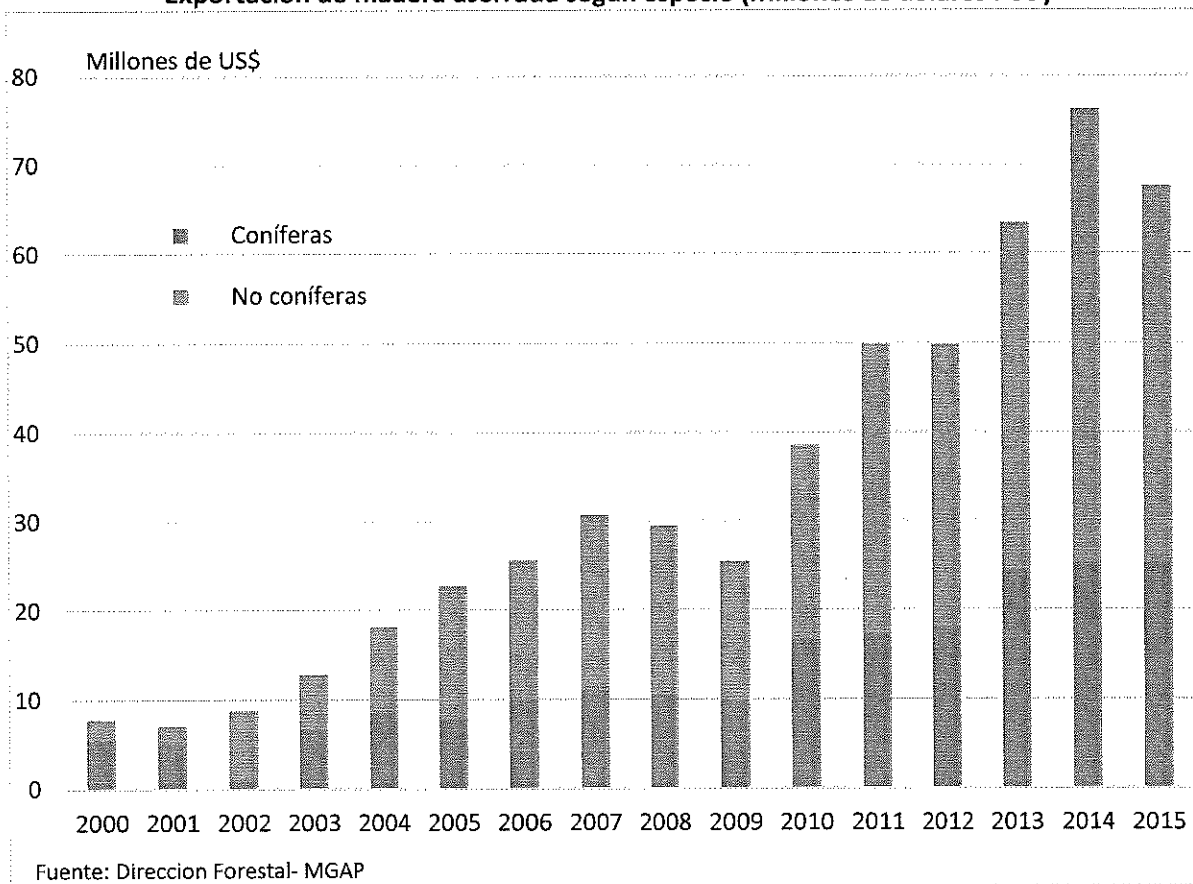
Fuente: Elaborado por AF en base a URUNET

Las exportaciones de madera aserrada han mantenido un crecimiento sostenido desde el año 2000. En 2014 se registra el máximo de la serie con US\$ 78 millones, cediendo levemente en el 2015 producto de la caída en la demanda por la situación económica de algunos de los principales demandantes. Se constata una creciente participación de la madera de no-coníferas, i.e. Eucalyptus, en las exportaciones.

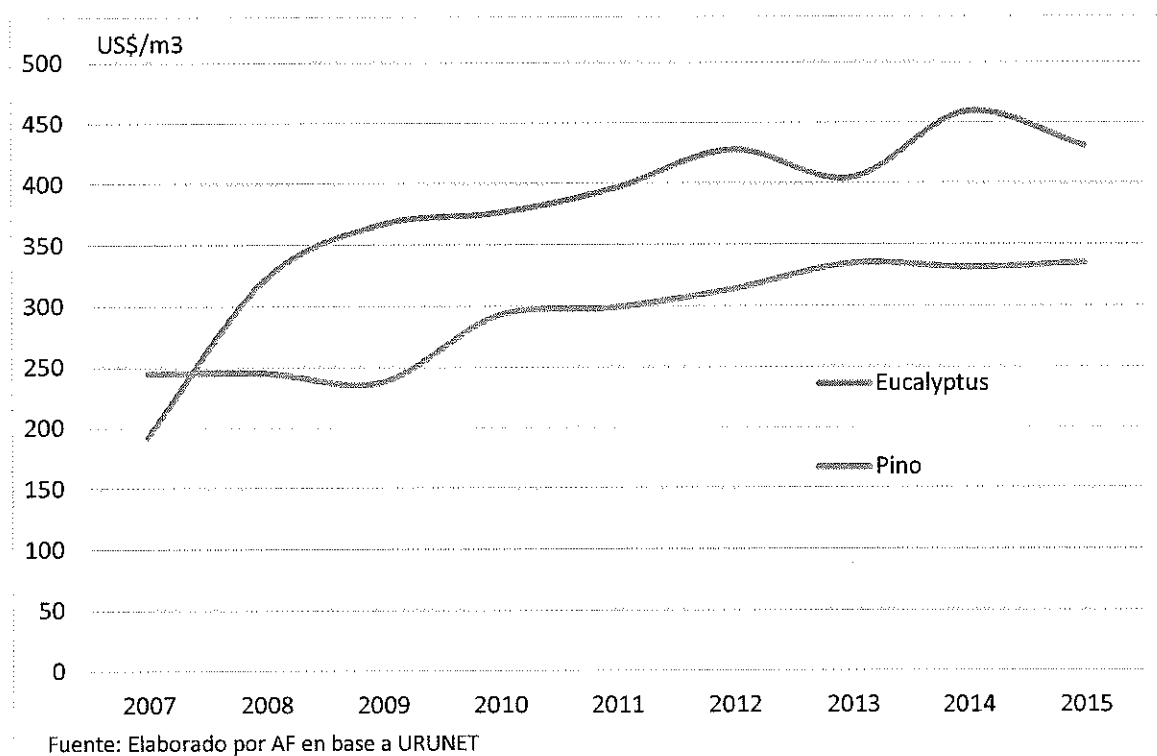
Los principales mercados para la madera aserrada de eucalyptus son Sudáfrica, Estados Unidos, Gran Bretaña, Holanda y Francia, en este orden. Entre los cinco explicaron el 93% de las exportaciones de madera aserrada de Eucalyptus en los últimos tres años. Para la madera aserrada de pino, los principales mercados son Estados Unidos, Guatemala, Indonesia, México y China que representaron el 88% de las exportaciones en los últimos tres años.

El precio promedio de exportación para la madera aserrada de Eucalyptus creció a una tasa del 7.7% acumulativo anual desde 2007 para ubicarse en el 2015 en US\$ 430/m³. La madera aserrada de pino, en tanto, se incrementó a una tasa acumulativa anual del 4.9% desde 2007 y se ubica en US\$ 335/m³.

Exportación de madera aserrada según especie (Millones de dólares FOB)



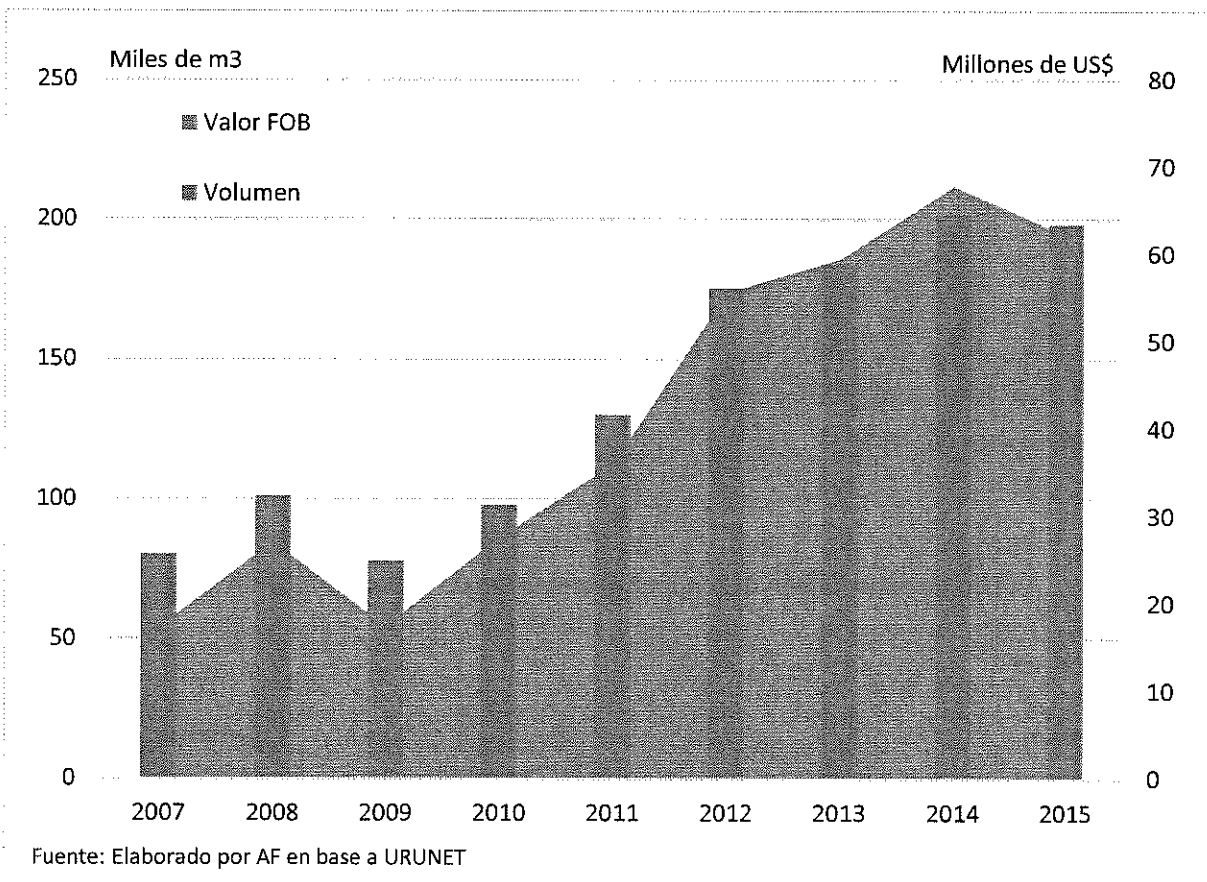
Precio de exportación de madera aserrada según especie (US\$/m3 FOB)



La exportación de tableros de madera contrachapada ha mantenido un sostenido crecimiento durante el periodo, alcanzando a los 202 mil m³ y US\$ 62 millones en 2015, y marcando un descenso respecto de lo exportado en 2014. El descenso es mayor en términos de valor que de volumen, ya que el precio cedió ante una menor demanda internacional.

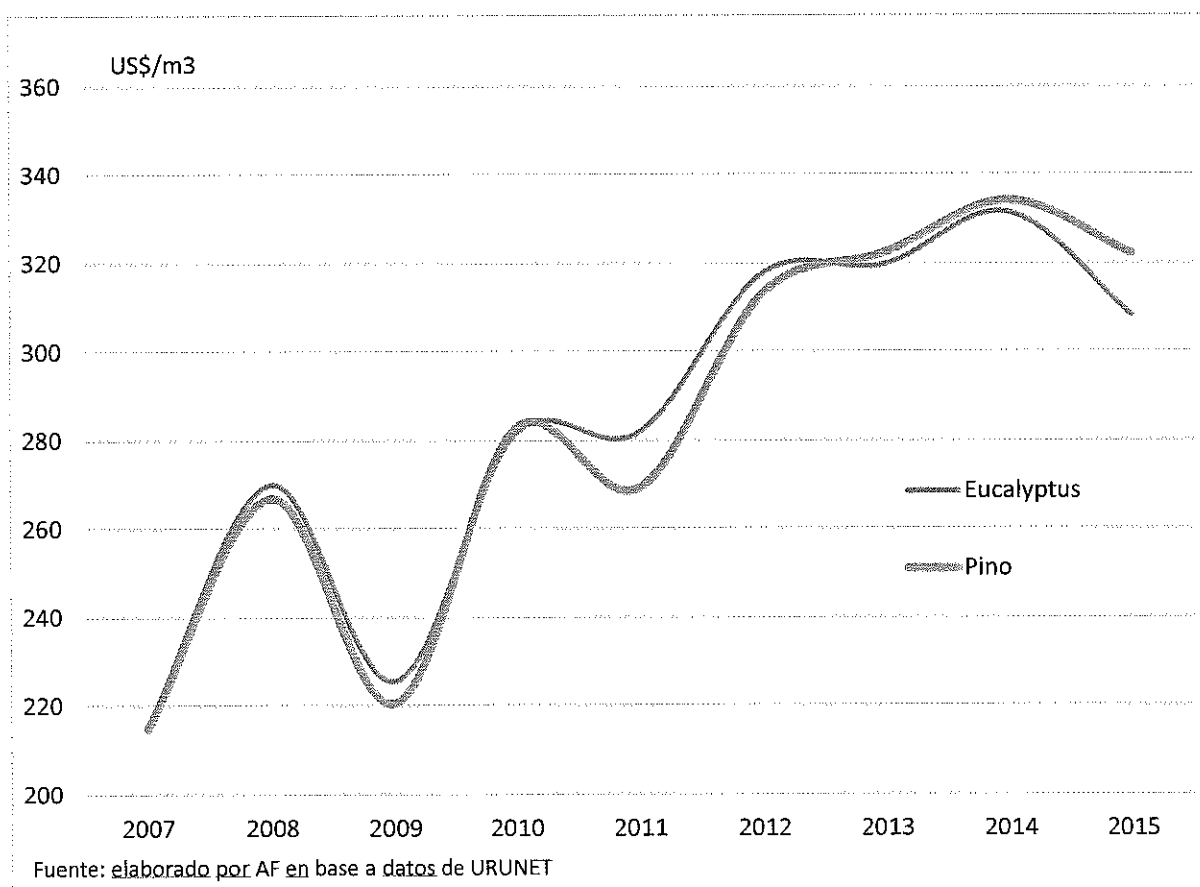
Los tableros pueden ser de base eucaliptus o de base pino. El peso relativo de cada uno en el total es variable y depende de la oferta de madera y de mercados. Por ejemplo en 2009, el 87% de los tableros exportados eran de base eucaliptus, mientras que en los últimos tres años la participación de los tableros de eucaliptus disminuyó al 38% en promedio.

Exportación de madera contrachapada (Volumen y valor)



Los precios de exportación de la madera contrachapada han mantenido una tendencia creciente, más allá de algunas oscilaciones. A lo largo del periodo no existe una diferencia de precio significativa entre los tableros de base eucalyptus y base pino. El precio de los tableros de base pino han crecido al 5.2% acumulativo anual y los de base eucalyptus a una tasa del 4.7% acumulativo anual durante el periodo. El precio más alto, US\$ 334/m³, se registra en el 2014. En el 2015, el precio de exportación de los tableros de base pino se ubicó en US\$ 322/m³ mientras que los de base eucaliptus retrocedieron a US\$ 308/m³.

Precio de exportación de madera contrachapada según especie (US\$/m3 FOB)



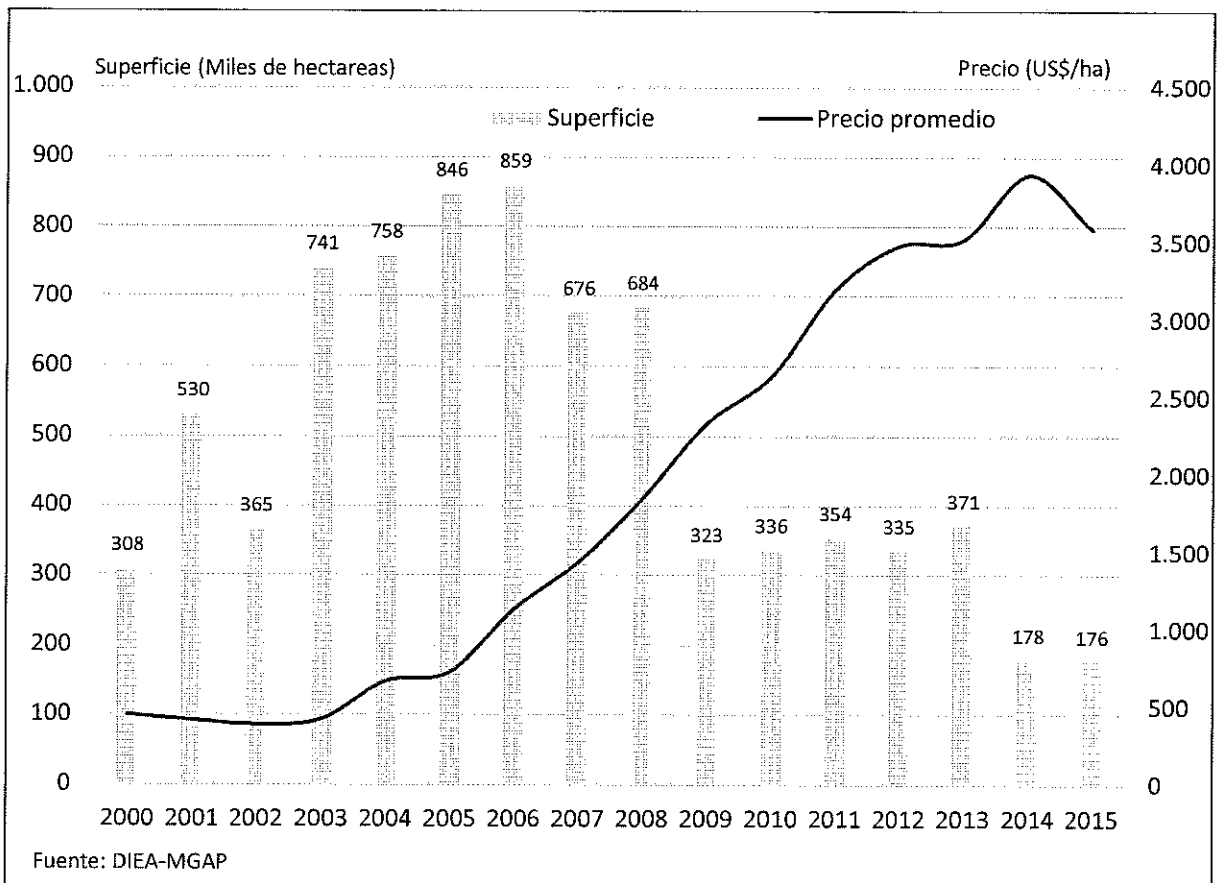
ii. EL MERCADO DE TIERRAS FORESTALES

En la última década se ha registrado un importante aumento en la compra venta de tierras en Uruguay. Según datos de DIEA en el periodo comprendido entre los años 2000 a 2015 se realizaron 34,995 operaciones de compraventa, correspondientes a 7.8 millones de hectáreas por valor de 11.7 billones de dólares.

El mercado de tierras estuvo muy activo durante los años 2003 a 2008 cuando se transaron un promedio de 761 mil hectáreas por año. Entre 2009 y 2013 se negociaron una media de 335 mil hectáreas por año, valor significativamente menor al registrado los seis años anteriores y similar al registrado en los primeros años del 2000. Finalmente en los últimos dos años se registra una fuerte caída en la superficie transada a 177 mil hectáreas en promedio.

El precio promedio registró un constante incremento, pasando de US\$ 448 la hectárea en 2000 a un máximo de US\$ 3.934 en 2014, para luego descender a US\$ 3,584 por hectárea en 2015. En términos nominales el precio de la tierra se multiplico por 8 en el periodo considerado.

Superficie vendida y precio de la tierra 2000-2015 (Miles de hectáreas, US\$/hectárea)



El aumento en el precio de la tierra ha sido diferencial según el uso. En la tabla siguiente, se presenta la evolución de las operaciones de compra venta y del precio promedio para diferentes tierras. El aumento de precios es diferencial, siendo mayor en las tierras agrícolas ganaderas. Esto refleja en buena parte la expansión agrícola que hubo en el período. Las tierras forestales tuvieron un aumento mayor en el precio en comparación con las ganaderas.

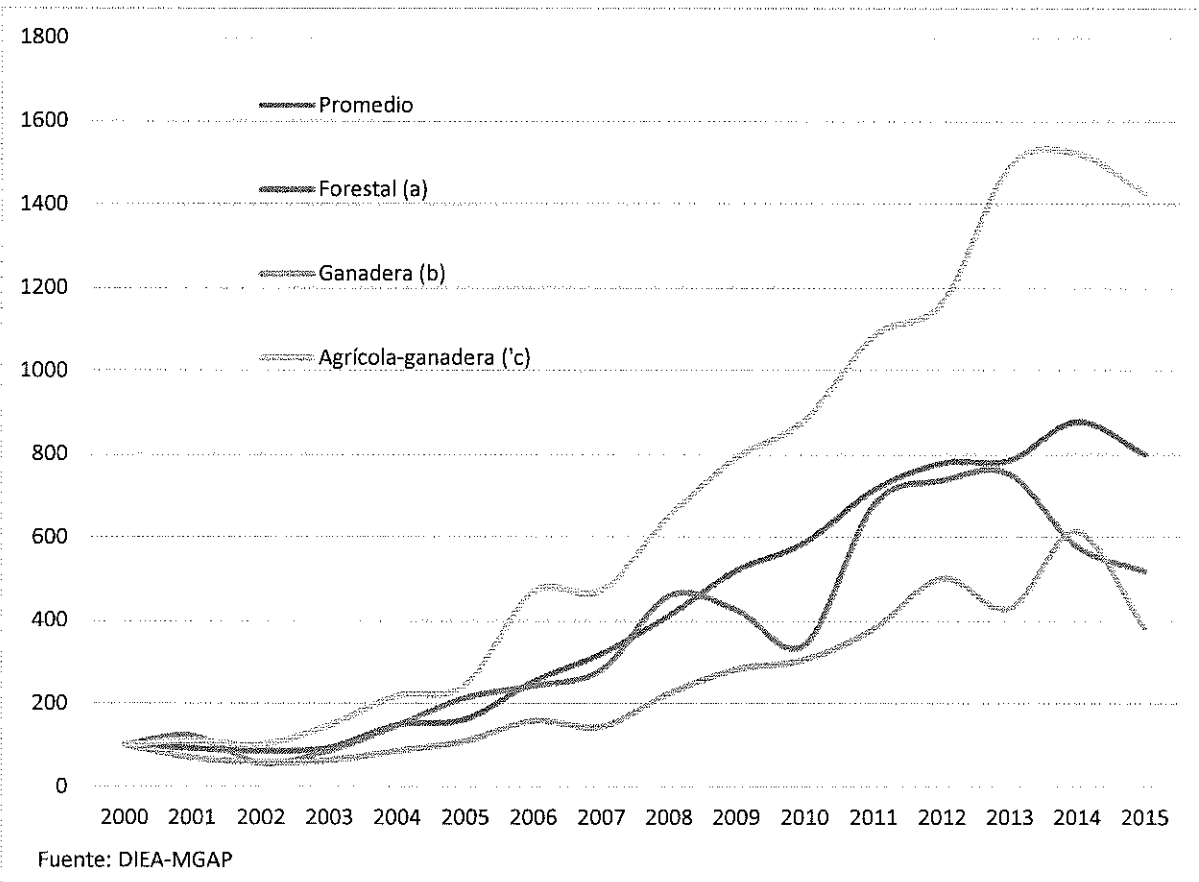
Precio de la tierra según uso productivo, 2000-2015 (US\$/hectárea)

	Promedio	Forestal (a)	Ganadera (b)	Agrícola - Ganadera (c)
2000	448	399	443	440
2001	413	488	310	489
2002	385	226	260	445
2003	420	344	280	650
2004	664	586	380	962
2005	725	849	485	1,073
2006	1,132	967	700	2,063
2007	1,432	1,123	639	2,080
2008	1,844	1,832	992	2,863
2009	2,329	1,700	1,250	3,477
2010	2,633	1,364	1,354	3,882
2011	3,196	2,705	1,684	4,772
2012	3,487	2,941	2,222	5,125
2013	3,519	3,000	1,904	6,565
2014	3,934	2,309	2,720	6,695
2015	3,584	2,071	1,697	6,287
Multiplicador	7x	5.1x	3,8x	14.3x
Crecimiento Acumulativo Anual	18.2%	15.9%	15.7%	20.8%

Fuente: DIEA-MGAP

- a) Es el precio promedio de las transacciones registradas en el departamento de Rivera;
- b) es el precio promedio de transacciones registradas en Salto y Artigas;
- c) es el precio promedio de transacciones ocurridas en Soriano.

Evolución del precio de la tierra según uso productivo, 2000 = 100



4. TENDENCIAS Y PROYECCIONES

Según FAO (2012), los principales *drivers* de largo plazo de la demanda hasta 2030 son:

- Cambios demográficos. La población mundial se incrementará de 7,1 billones en 2012 a 8,3 billones en 2030.
- Crecimiento económico. Se espera que el producto bruto global se duplique en 2030.
- Crecimiento diferencial en las economías en desarrollo, especialmente Asia, donde se producirán los mayores incrementos poblacionales, a la vez que se acentuará la migración rural/urbana.
- Regulaciones ambientales más estrictas que impedirán la explotación de áreas forestadas, en particular los bosques nativos.
- Emergencia de las plantaciones forestales comerciales como recurso principal.
- Aumento del uso de energías renovables a partir de biomasa forestal.

En madera aserrada, FAO prevé un crecimiento mundial del 1,4% anual en el consumo hasta 2030, con mayores tasas en África y Asia en comparación con Norteamérica y Europa. Por su parte para los paneles, FAO prevé un crecimiento aun mayor, cercano al 3% anual en promedio, y con tasas de 4,5% en Asia, consolidándose la tendencia hacia el uso de *particleboards* y *fiberboards* en sustitución de los *plywoods*. Para pulpa y papel, el organismo también prevé un crecimiento sostenido y cercano al 3% en promedio mundial, con guarismos del 4% en Asia y África.

China e India continuarán dominando el crecimiento en las importaciones de productos forestales. Según RISI⁹, las importaciones de rollos de madera de China han superado los 25 millones de metros cúbicos, creciendo a una tasa acumulativa anual superior al 40%. Se espera que continúe esta tendencia, no con el mismo vigor, pero sí que este país se posicione como el gran importador de productos forestales. Esta tendencia se explica por los factores demográficos y el aumento del consumo interno y por una expansión de la fase industrial del complejo forestal (papel, muebles, productos de madera, etc.). Por su parte, India ha registrado un notable aumento en su déficit en el comercio de productos forestales, pero aún está significativamente por debajo de China en los volúmenes importados. RISI también proyecta un sostenido aumento en las importaciones de este país.

La producción y el consumo de productos del sector forestal continuarán en aumento siguiendo las tendencias históricas (FAO, 2009). Uno de los cambios será el mayor crecimiento en Asia y el Pacífico, debido a la mayor demanda de China e India. El cambio más drástico será el uso de la madera para fines energéticos, particularmente en Europa como resultado de las políticas de promoción a las energías renovables. Asia se convertirá en el mayor productor y consumidor de paneles superando a Norteamérica, pero con un consumo per cápita menor. El consumo de rollizos de esta región estará muy por encima de su capacidad de producción, lo cual determinará un creciente aumento de las importaciones de estos países. El creciente uso de fuentes con celulosa para la producción de energía ocasionará transformaciones sin precedentes en el sector forestal mundial. El transporte seguirá jugando un rol crítico por el impacto en los costos. Estos factores, concluye el informe, además de otros macroeconómicos como los tipos de cambio serán los que estarán dominando el sector en el futuro.

Mecanismos de mercado como las certificaciones continuarán con un rol preponderante en la orientación de la cadena de valor forestal. Según FAO (2009) existían más de 300 millones de hectáreas certificadas en el mundo, esto es 8% del área total. Los sistemas de certificación más

⁹<http://www.risiinfo.com>

extendidos (iniciados en 1993) son el Forest Stewardship Council (FSC) y el Programme for the Endorsement for the Forest Certification Schemes (PEFC)¹⁰. En 2006 la cuarta parte de los rollizos comercializados eran de montes certificados FSC, y se estima que casi la mitad del comercio mundial de este producto a fines de la próxima década provendrá de bosques certificados. Buena parte de la expansión en estos esquemas dependerá de cómo lo vean los consumidores de India y China. Estos sistemas fueron inicialmente para promover el manejo sustentable de bosques tropicales, pero fue adoptado principalmente en Europa y Norteamérica.

En lo que respecta a los avances tecnológicos, hay dos áreas¹¹ de especial relevancia para el desarrollo futuro: 1) manejo del bosque y de los recursos para la producción y servicios ambientales 2) cosecha, transporte y procesamiento de madera. En estas áreas los objetivos del desarrollo tienden: a reducir costos y aumentar productividad, al desarrollo de nuevos productos y servicios, a conservar recursos y reducir impactos ambientales y a aumentar la eficiencia energética. En todos esos campos, la biotecnología, la nanotecnología y las tecnologías de la información continuarán impactando significativamente el sector. Por citar un ejemplo, ha habido esfuerzos recientes en el mapeo del genoma de *Eucalyptus grandis* que mejoraran notablemente las posibilidades en crecimiento, rendimiento, usos, etcétera.

¹⁰ www.fsc.org y www.pefc.org

¹¹ Tema abordado en: Developments in forestry science and technology. En: The state of the World Forests, FAO (2009).

V. PLAN DE NEGOCIO DEL PROYECTO

1. CARACTERIZACION DEL PROYECTO

El objetivo general del presente Fideicomiso es desarrollar en forma sustentable un proyecto para la explotación sostenible de bosques de Eucalyptus y Pinos, certificadas con la norma FSC O PEFC, 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 proyecto se basa en la adquisición y/o arrendamiento de campos mayoritariamente forestados o a forestar. Se estima que con el monto de la emisión establecida será posible adquirir y/o arrendar una superficie aproximada de 42,000 hectáreas de las cuales el 60% a 65% se encuentren forestadas con alguna de las especies comerciales de mayor implantación en el Uruguay, a saber Eucalyptus sp. y Pino sp. Idealmente las plantaciones deberían encontrarse a mitad de su ciclo productivo.

La ubicación preferente de las plantaciones es en la zona 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.

Los ingresos del proyecto provienen de la venta de madera, venta de la tierra y bosques en pie al final del proyecto, ingresos por pastoreo, e ingresos por venta de certificados de carbono. Se estima una facturación total durante el ciclo de vida del proyecto de US\$ 1.3 a US\$ 1.6 billones.

En virtud del alcance del proyecto, se estima una inversión con duración aproximada de 20 años.

2. DESCRIPCION DEL PROYECTO EN ESTUDIO

Al momento de la presentación de este documento se está completando la evaluación para la adquisición parcial de un activo forestal compuesto por 47,281 hectáreas, de las cuales 14,398 hectáreas se encuentran forestadas con Eucalyptus y 16,968 hectáreas se encuentran forestadas con Pino, lo cual arroja un aprovechamiento del 66%.

De este patrimonio forestal y de las nuevas plantaciones que se realizarán se proyecta una cosecha total de unos 10.4 millones de m³ de madera de Eucalyptus y Pino con destino a pulpa y aserrío. La cosecha final tendrá lugar sobre el inicio del tercio final de vida del proyecto.

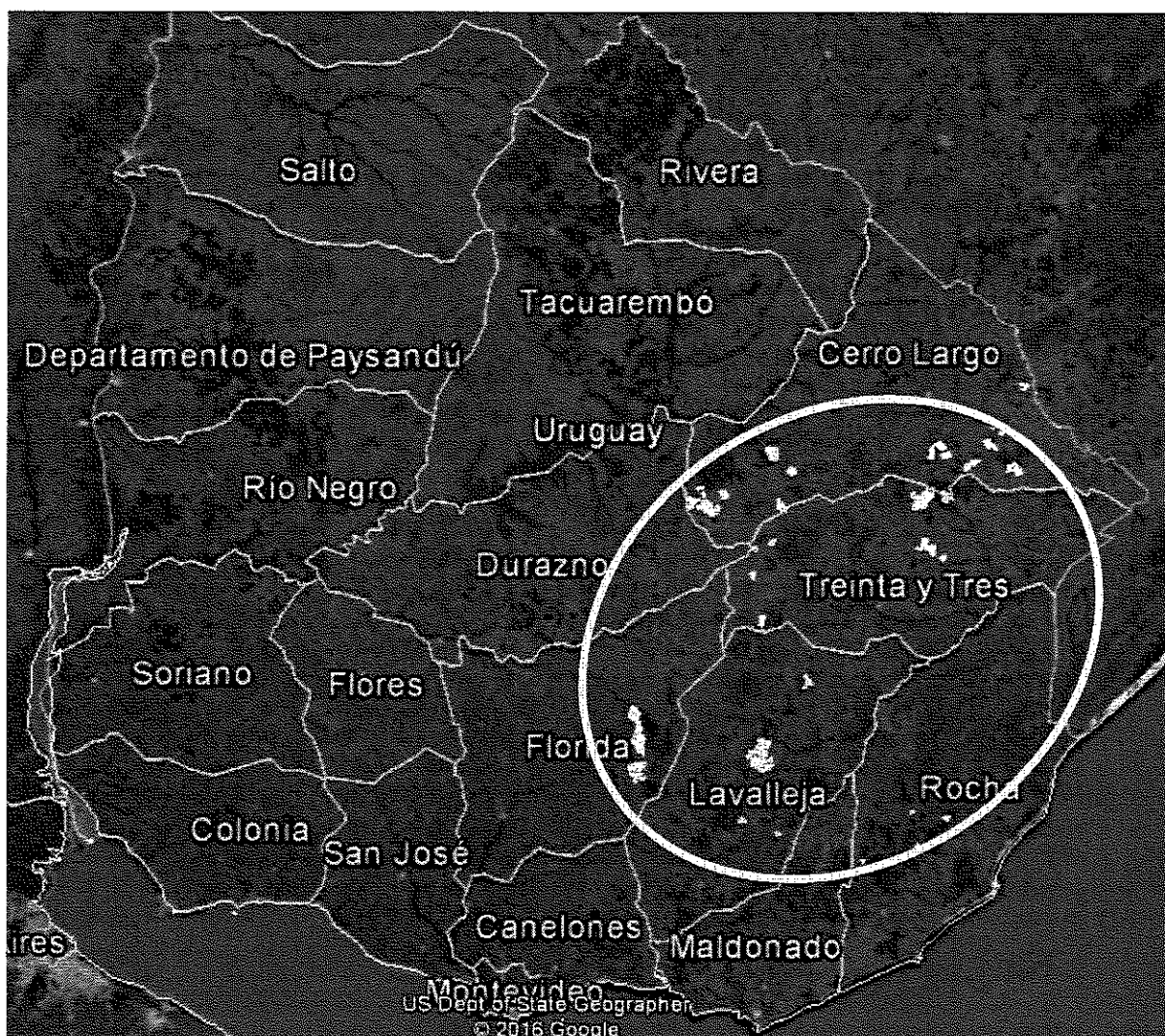
A medida que se registren las cosechas se establecerá una plantación eficiente y de alta calidad de las especies Eucalyptus Grandis (60% aproximadamente) y Eucalyptus Dunnii (40% aproximadamente). Con la plantación de las dos especies se busca: a) diversificación biológica, especies con diferentes curvas 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, i.e. aserrío y celulosa.

Los ingresos del proyecto provienen de la venta de madera, venta de la tierra y bosques en pie al final del proyecto, ingresos por pastoreo, e ingresos por venta de certificados de carbono. La facturación estimada durante el ciclo del proyecto es de US\$ 1,394 millones. El 78% de las ventas totales del proyecto corresponden a la venta de madera y bosques en pie.

i. UBICACIÓN DEL PROYECTO

Ubicación del proyecto es en la zona centro-este del país: en el norte de Florida, Cerro Largo, Rocha, Treinta y Tres y Lavalleja

Ubicación de los campos a adquirir por Bosques del Uruguay 3



ii. USO DE LA TIERRA

	Uso actual	
	Hectáreas	%
Pino sp.	16,907	54%
Eucalyptus Gobulus (rebrote)	2,621	8%
Eucalyptus Globulus	3,862	12%
Eucalyptus Globulus (vendido y a cortar en 2017)	1,783	6%
Eucalyptus Dunnii	3,998	13%
Eucalyptus Maidenii	1,365	4%
Otros Eucalyptus (colorado)	37	0%
Zonas ganaderas (suelos no forestales)	792	3%
Subtotal zona productiva	31,365	66%
Camineria, cortafuegos, edificaciones	1,532	3%
Monte nativo	2,383	5%
Costas cursos agua	9,018	19%
Zonas afloramientos rocosos	2,983	6%
TOTAL	47,281	100%

El cuadro describe el uso actual del patrimonio que está siendo estudiado para una adquisición parcial.

iii. ESPECIES PLANTADAS y DISTRIBUCION DE EDADES

Distribución por especie y edad de los bosques en el proyecto a estudio (Fideicomiso Bosques del Uruguay 3)

Edad	Eucalyptus Gobulus (rebrote)	Eucalyptus Globulus	Eucalyptus Globulus (*)	Eucalyptus Dunnii	Eucalyptus Maidenii	Pino
2	522			290		
3	865			2,067		340
4				309		654
5	473			758	319	2,506
6	667	522			241	3,536
7		1,690			386	2,421
8		2,275			290	5,778
9	97	97	1,783			1,626

(*) Vendido y a cortar en 2017

iv. MANEJO SILVICULTURAL, CRECIMIENTO y PRODUCCION ESTIMADOS.

Eucalyptus

- La plantación fue realizada con una densidad de 1,250 plantas por hectárea.
- El crecimiento esperado para el Eucalyptus Globulus es de 7 a 14 m³/ha/año.
- El crecimiento esperado para el Eucalyptus Dunii y Eucalyptus Maidenii es de 22 a 27 m³/ha/año.
- La cosecha final de ambos se realiza a los 9 a 10 años de plantado
- Se estima que la plantación existente producirá unos 1.6 millones de m³ en las próximos 10 años.

Pino

- La plantación fue realizada con una densidad inicial de 1,000 plantas por hectárea.
- El objetivo es llegar a una densidad final de 350 plantas por hectárea al momento de la tala rasa.
- A los 5/6 años se realiza un raleo a desecho, quedando la plantación con una densidad de 600 plantas por hectárea.
- A los 12 años se realiza un raleo comercial y se baja la densidad a 350 plantas por hectárea. Este raleo tendrá una producción estimada de 50 a 70 m³ por hectárea.
- El crecimiento esperado para el Pino es de 16 a 19 m³/ha/año.
- La cosecha final se realiza entre los 20 y 22 años de plantado.
- Se estima que al final del turno la producción será de 315 a 370 m³ por hectárea.
- Se anticipa que la plantación existente producirá unos 6.6 millones de m³ a turno final.

v. FLUJO ESPERADO DE EXTRACCION DE MADERA

Durante el ciclo del proyecto se estima una producción de 10.4 millones de m³, a saber:

i. Extracción de madera de bosques existentes al momento de adquisición del proyecto, 7.6 millones de m³:

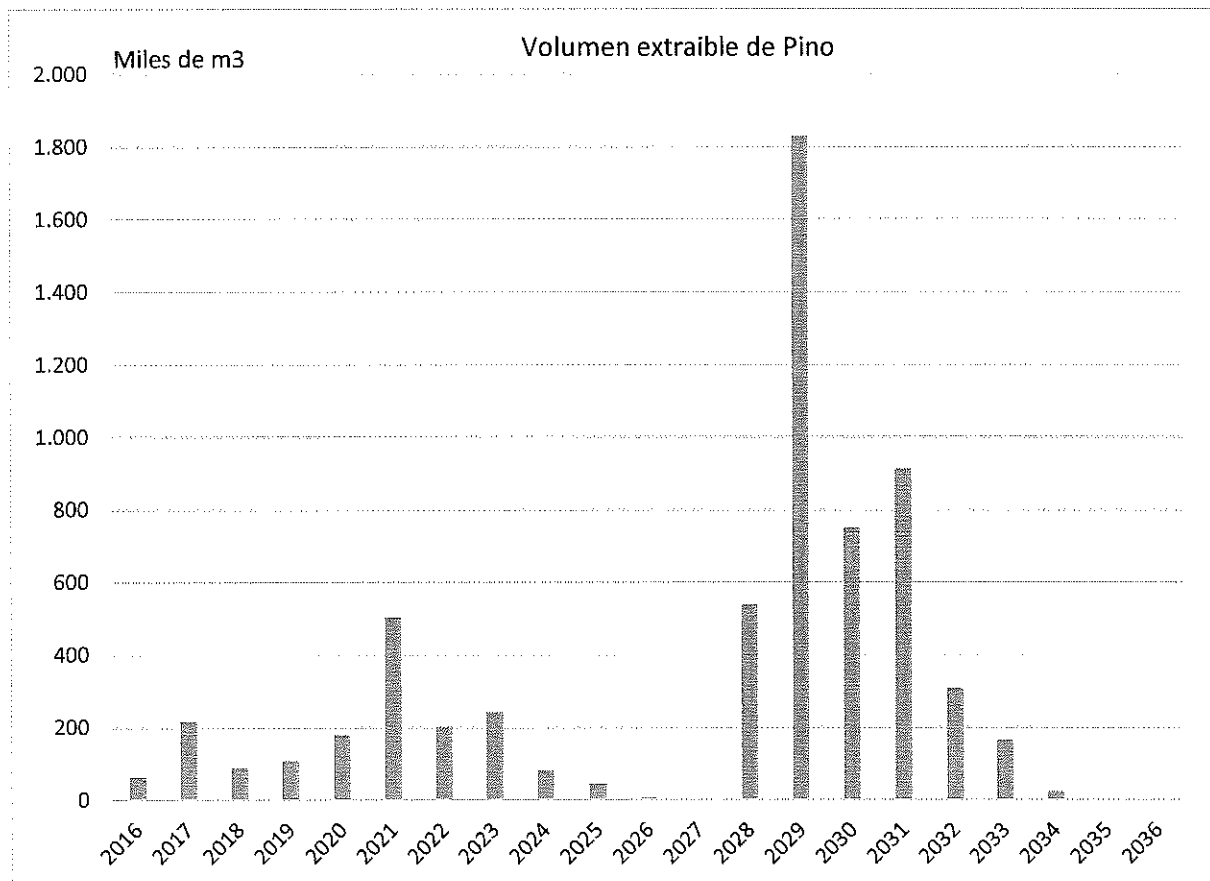
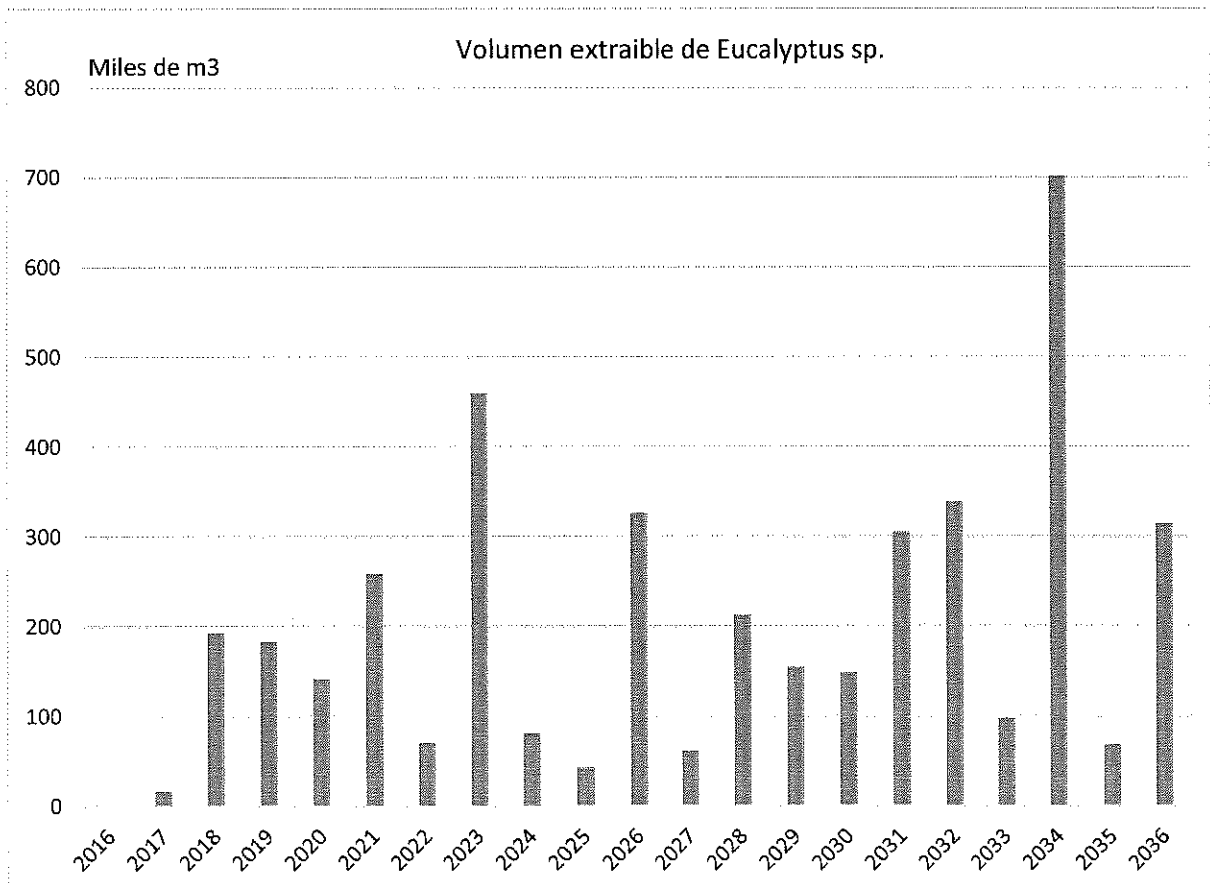
1.37 millones de m³ de E. Dunnii, Maidenii y Globulus, con destino a pulpa

6.2 millones de m³ de Pino con destino a aserrío

ii. Extracción de madera de bosques plantados luego de la adquisición del proyecto, 2.8 millones de m³:

2.2 millones de m³ de E. Dunnii y E. Grandis con destino a pulpa

559 mil m³ de E. Grandis con destino a aserrío



vi. CARACTERISTICAS DE LAS ESPECIES A PLANTAR

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 m³/año en varios países, con ciclos menores a 10 años. Su rendimiento pulpable es superior al de *Eucalyptus Grandis* con lo cual se vuelve la especie más plantada por las empresas enfocadas a la producción de celulosa en Uruguay.

Pino Taeda

Es una especie arbórea de la familia de las pináceas, género *Pinus*, originaria del sudeste estadounidense. Las coníferas en general, y los pinos en particular, han sido tradicionalmente considerados poco exigentes en sus requerimientos de nutrientes y fertilidad del suelo.

Dentro del género *Pinus*, la especie de uso más difundido en Uruguay es *Pinus Taeda*, contando actualmente con cerca de 256 mil hectáreas plantadas ubicadas principalmente en los departamentos de Rivera (44%), Tacuarembó (27%) y Paysandú (11%), principalmente asociados a suelos 7. La madera de *P. Taeda* es ampliamente conocida en los mercados internacionales por presentar buenas propiedades tecnológicas. El principal destino de *P. Taeda* en Uruguay es la obtención de productos de madera sólida mediante el procesamiento industrial de la madera.

vii. PRODUCCIÓN Y CICLO DE VIDA DE LA PLANTACIÓN

El ciclo de vida de los árboles es de 9 años para el E. Dunnii, Maidenii y Globulus y de 18 años para el E. Grandis. En el caso del Pino el ciclo de vida es de 20-22 años.

El proyecto tendrá una duración de 20 años, lo que alcanzara para completar un ciclo de vida en las plantaciones de E. Grandis y Pino y de dos ciclos productivos para el E. Dunnii, Maidenii y Globulus.

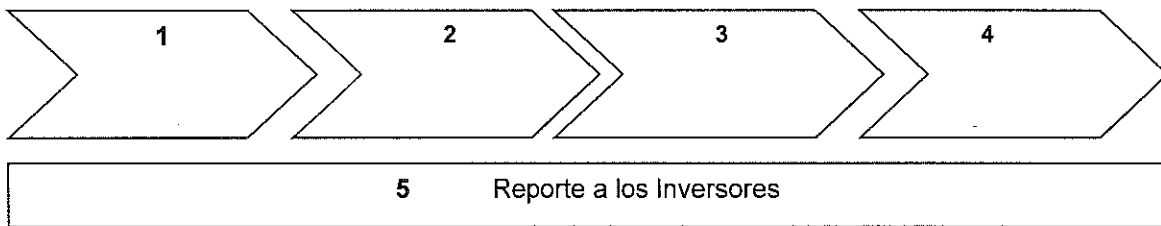
En el caso del proyecto en estudio las plantaciones se encuentran en distintas etapas de su ciclo productivo



El manejo de las distintas especies plantaciones es 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.

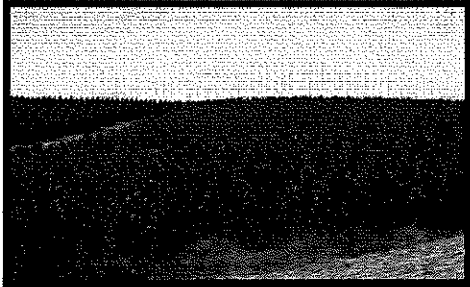


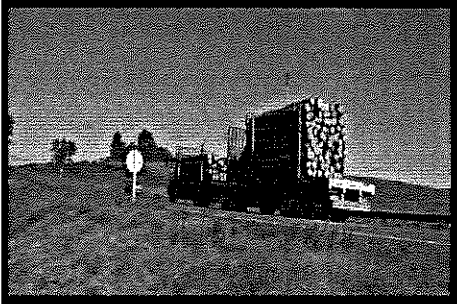
El proyecto prevé una cosecha de 10.4 millones de m³ de madera en total, de los cuales el 66% es con destino a aserrío. Esta madera provendrá de las cosechas finales de Pino y E. Grandis. La madera para pulpa provendrá de los raleos de E. Grandis y de la tala rasa de los montes de E. Dunnii, Maidenii y Globulus.

A continuación se describen las principales fases del proyecto.

Flujo de actividades físicas del proyecto



<p>Año 0 y 1</p>		
<p>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.</p>		

<p>Año 2</p>		
<p>Se realizan aplicaciones de control de malezas y de hormigas.</p>		
<p>Año 3 a 14</p>		
<p>La tasa de crecimiento aumenta, y se llevan adelante actividades de control y mantenimiento forestal. En estos años se realizan los raleos a desecho tanto en E Grandis (año 4) como en Pino (año 7) También durante estos años se realizan las podas con el objetivo de obtener trozas de 5.5 mts libre de nudos En el caso del Eucalyptus Grandis se realizan raleos en el año 7 y año 11. El raleo de Pino se realiza en el año 12.</p>		
<p>Año 9, 18 y 20 a 22</p>		
<p>Cosecha final para el E. Dunnii se realiza en el año 9 y para el E. Grandis en el año 18. Se realizan operaciones de manejo de rebrotes para el segundo ciclo en el caso del E. dunnii. El Pino tiene su cosecha final en el año 20 a 22.</p>		

viii. SELECCIÓN DE LOS INMUEBLES RURALES

Como se mencionara más arriba (Apartado IV) se está llevando adelante el *due diligence* sobre 47 mil hectáreas forestadas. En el presente caso se trata de un conjunto de establecimientos que forman parte de un paquete que debe evaluarse en su conjunto y no de establecimientos aislados que se van sumando, sujeto a ciertas condicionantes, para formar un patrimonio. En igual sentido el patrimonio bajo estudio ya está forestado lo que agrega nuevos parámetros a ser evaluados.

El proceso de análisis se realizó de macro a micro, de general a particular, a saber:

1. El proyecto en estudio está ubicado en la zona centro-este del país: en el norte de Florida, Cerro Largo, Rocha, Treinta y Tres y Lavalleja. Esto cumple con los objetivos generales del proyecto en cuanto a ubicación.
2. El 83 % de la superficie está compuesta por suelos de prioridad forestal y el aprovechamiento es del 64%; ambos parámetros están dentro de los objetivos buscados. La calidad de los suelos en general es buena, con profundidades adecuadas para lograr un buen crecimiento de los árboles.
3. La ubicación de todos los predios desde el punto de vista de acceso a mercados es buena en general, con distancias aceptables a los distintos mercados (310 km promedio ponderado)
4. El análisis de la rentabilidad de la inversión para el conjunto de los predios en las condiciones actuales y asumiendo que no se realiza ninguna intervención para mejorar la productividad se ubica dentro de los márgenes aceptados de rentabilidad a largo plazo, respaldada por el retorno de las operaciones inmobiliarias y forestales
 - Al cierre del proyecto el ingreso total estimado por ventas corresponderá en un 70% a 80% a la venta de madera y/o bosques en pie, un 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 relación retorno-riesgo es muy adecuada ya que al estar todos los bosques implantados (mediana ponderada de edad es de 5 años) se reduce significativamente el riesgo de pérdidas
 - La distribución de edades de las plantaciones asegura un flujo de caja a los largo de todo el proyecto
 - Existen ventajas impositivas importantes ya que las 2/3 parte del proyecto están orientada a madera de aserrío.
 - Todas las plantaciones han sido ya certificadas bajo la certificación FSC.
5. Durante el proceso se visitaron todos los establecimientos y se realizó una exhaustiva revisión de las condiciones y características de cada uno de ellos siguiendo el mismo protocolo. Los cuatro ejes sobre los que se realizó la evaluación de cada establecimiento, apoyada en una detallada cartografía de cada uno, fueron:
 - Locación: ubicación, accesos, distancia a ruta, a centros poblados, a planta y a otros establecimientos
 - Topografía y suelos: medidas hipsométricas, pendientes, cursos de agua, suelos: tipo, calidad, profundidad etc.
 - Bosques: superficie, edad, tipo y especie, manejo silvicultural, , estimación inventario existente y comparación con ultimo inventario disponible
 - Infraestructura: casa habitación, galpones, instalaciones para trabajo con ganado bovino y ovino, alambrados, represas y tajamares, luz eléctrica, etc
 - Las variables antes mencionadas se evaluaron a través de un modelo que permite obtener la Tasa Interna de Retorno de todo el proyecto.

En base al estudio predial se determinaron las mejores estrategias de intervención a nivel macro y analizo nuevamente la rentabilidad de la inversión para el conjunto de los predios. Los resultados obtenidos marcan una mejora respecto de la no intervención.

ix. 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 performance 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\$ 1.179 y US\$ 1.249 por hectárea para E. Grandis y E. Dunnii respectivamente. Para el Pino se estima un costo de implantación de US\$ 1,238.

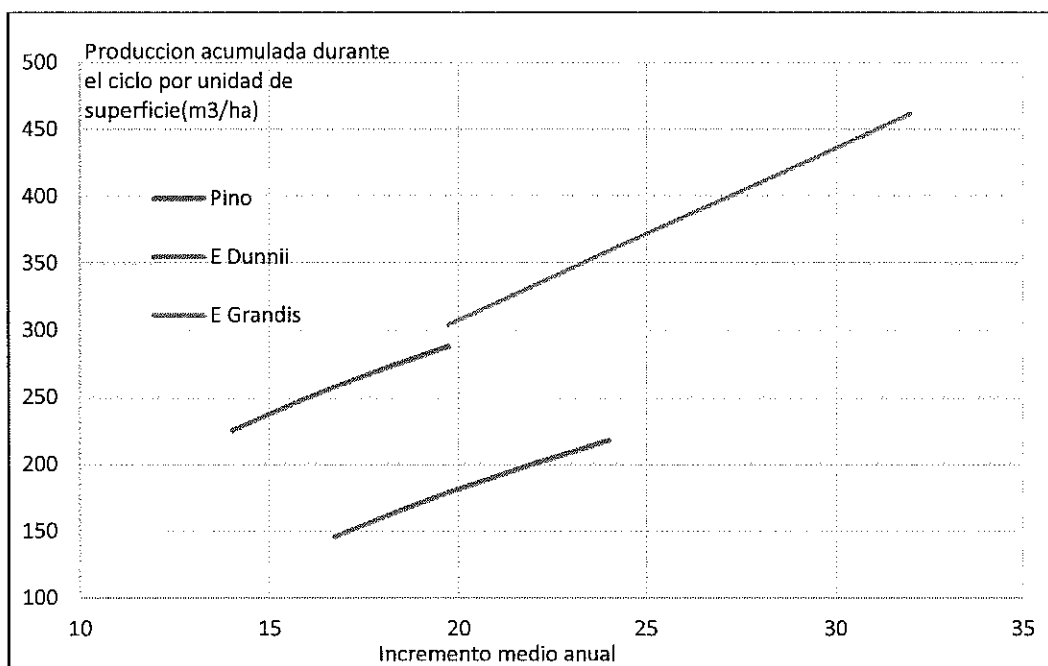
Costos estimados de plantación para E. dunnii, E. grandis y Pino (US\$/ha)

	E. Grandis	E. Dunnii	Pino
Laboreos	809.3	809.3	869.9
Herbicidas y Hormiguicida	98.6	100.6	92
Fertilizantes	45	55	4
Plantines	160	210	161.7
Otros	67	75	70
Total	1,179.9	1,249.9	1,238.6

x. CRECIMIENTO

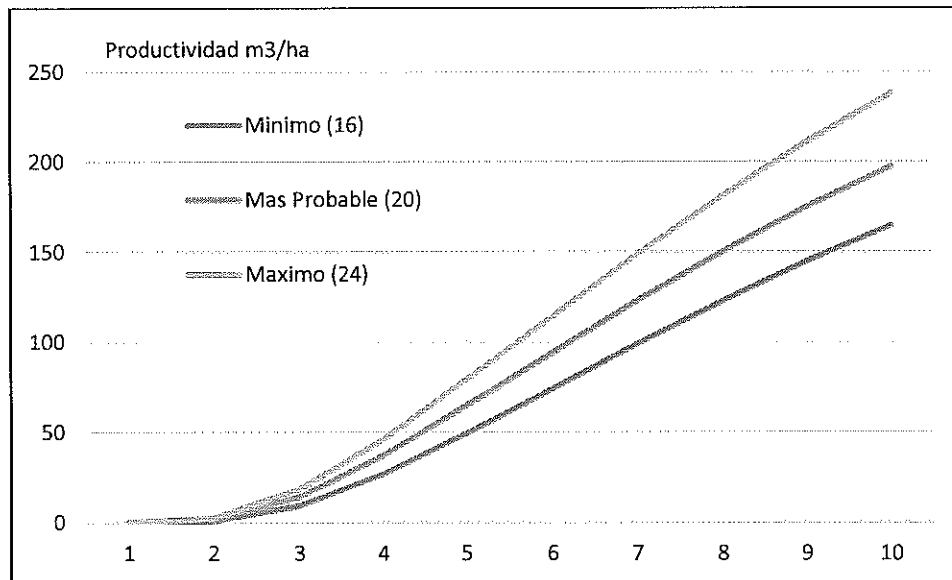
Se han modelado curvas de crecimiento para ambas especies según diferentes Incrementos Medios Anuales (IMAs).

Producción de madera por hectárea de E. grandis, E. dunnii y Pino según diferentes IMAs

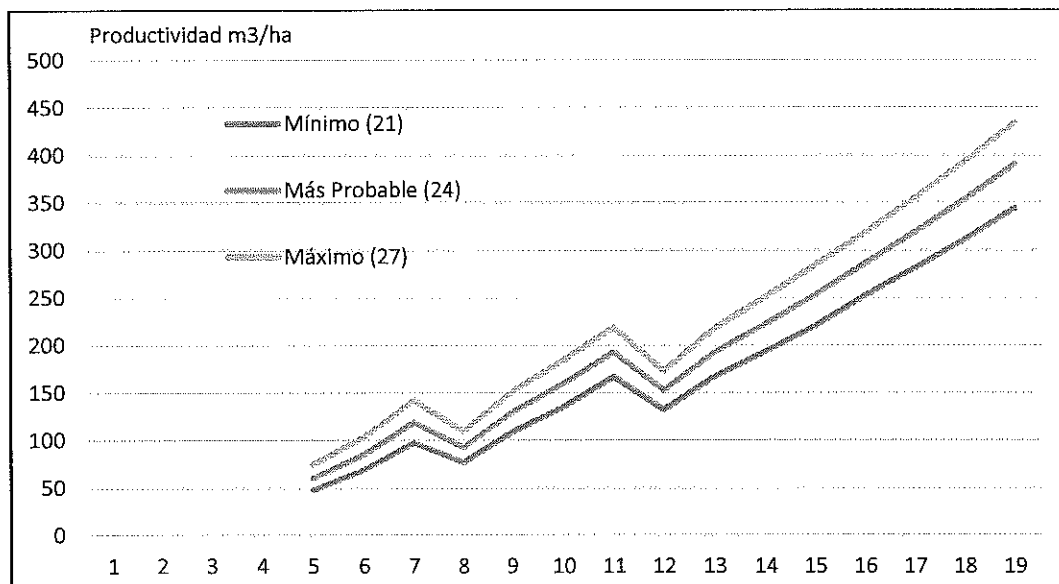


En el E. Grandis y el Pino el objetivo es lograr madera sin defectos, sin nudos, con lo cual los raleos dejarán los mejores árboles, i.e. mayor diámetro, para el turno final. Se hará en este caso una silvicultura intensiva.

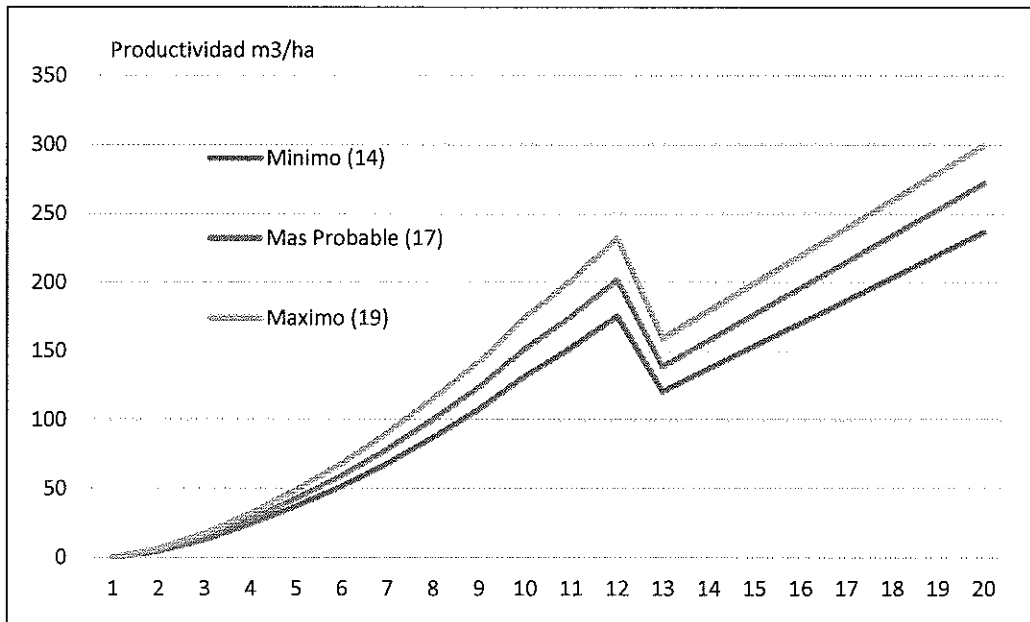
Evolución del volumen por hectárea para E. Dunnii según diferente IMA (m3/ha/año) para Bosques del Uruguay 3



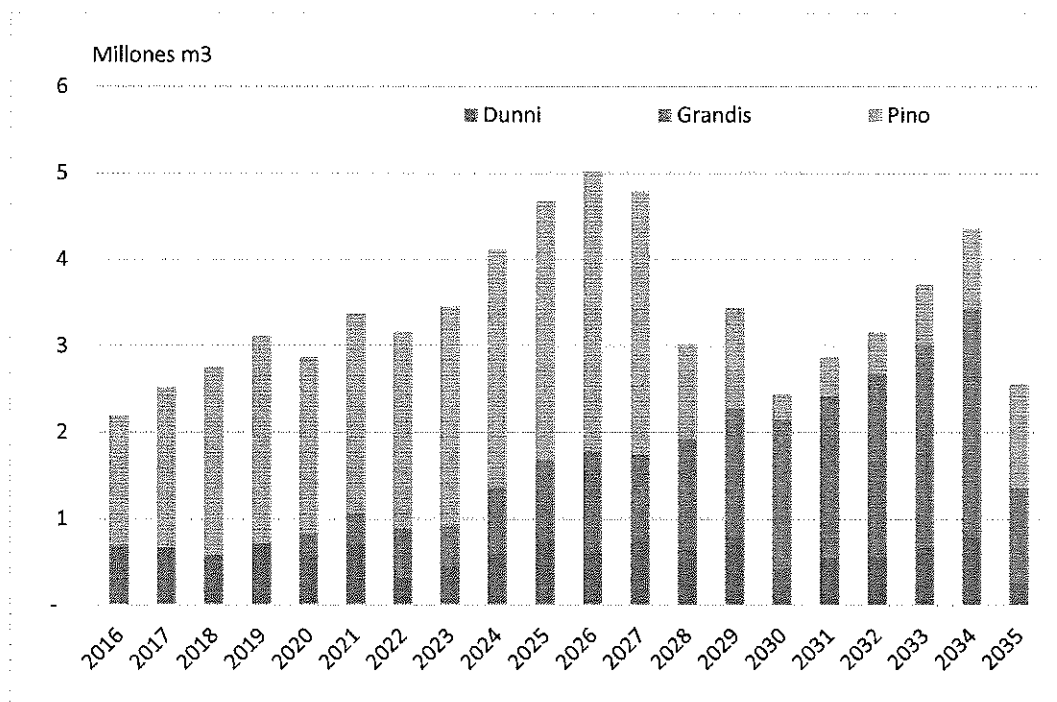
Evolución del volumen por hectárea para E. Grandis según diferente IMA (m3/ha/año) para Bosques del Uruguay 3



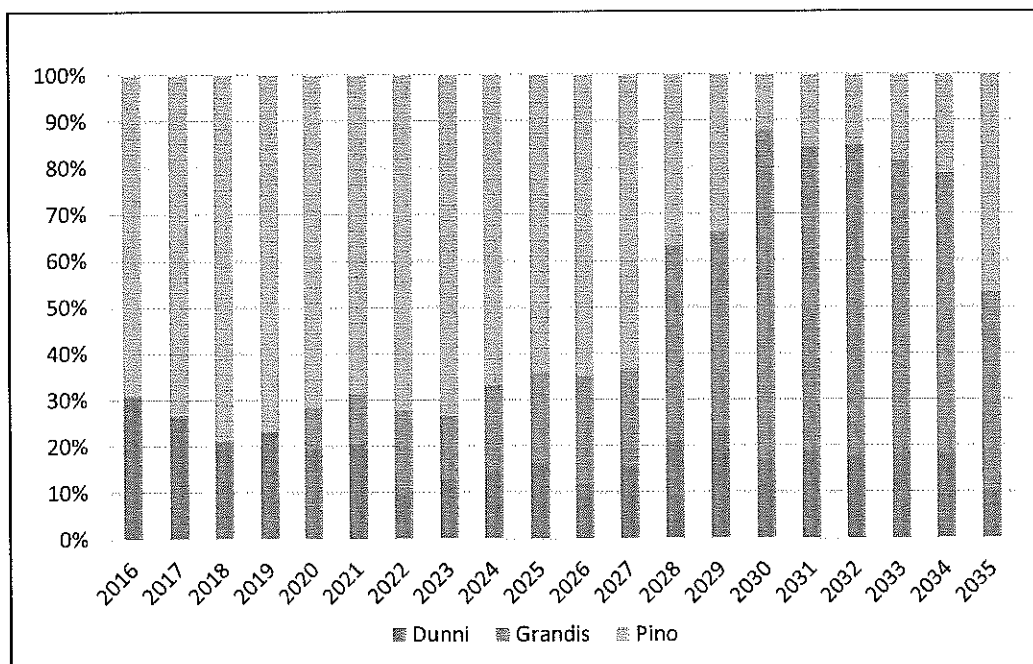
Evolución del volumen por hectárea para Pino según diferente IMA (m3/ha/año) para Bosques del Uruguay 3



Evolución del volumen de madera acumulada a lo largo del proyecto Bosques del Uruguay



Participación por especie en el volumen de madera acumulada a lo largo del proyecto Bosques del Uruguay



xi. 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	Pino
1	Control Malezas y hormigas	Control Malezas y hormigas	
2		Raleo desecho, Poda Nº 1 hasta 3m (550 árboles) y control de tocones	
3		Poda Nº 2 hasta 5.5 m, (350 arb/ha)	
4		Poda Nº 3 - 8m, (250 arb/ha)	Raleo desecho, Poda Nº 1 hasta 2.5 m (550 árboles/ha)
5		Poda Nº 4 hasta 10.5m, 250 arb/ha (solo mejores sitios)	
6			Poda Nº 2 hasta 4.5 m (300 arb/ha)

7		Control Tocones + Inv. Precosecha.	
8			Poda N° 3 - 6.5 m (300 arb/ha)
9	Inventario Precosecha + Control de Hormigas		
10	Manejo de rebrotes + Control de Malezas		
12		Control Tocones + Inv. Precosecha.	Inv. Precosecha.
18	Inventario Precosecha + Control de Hormigas	Control Tocones+ Inv. Precosecha	
20			Inv. Precosecha.

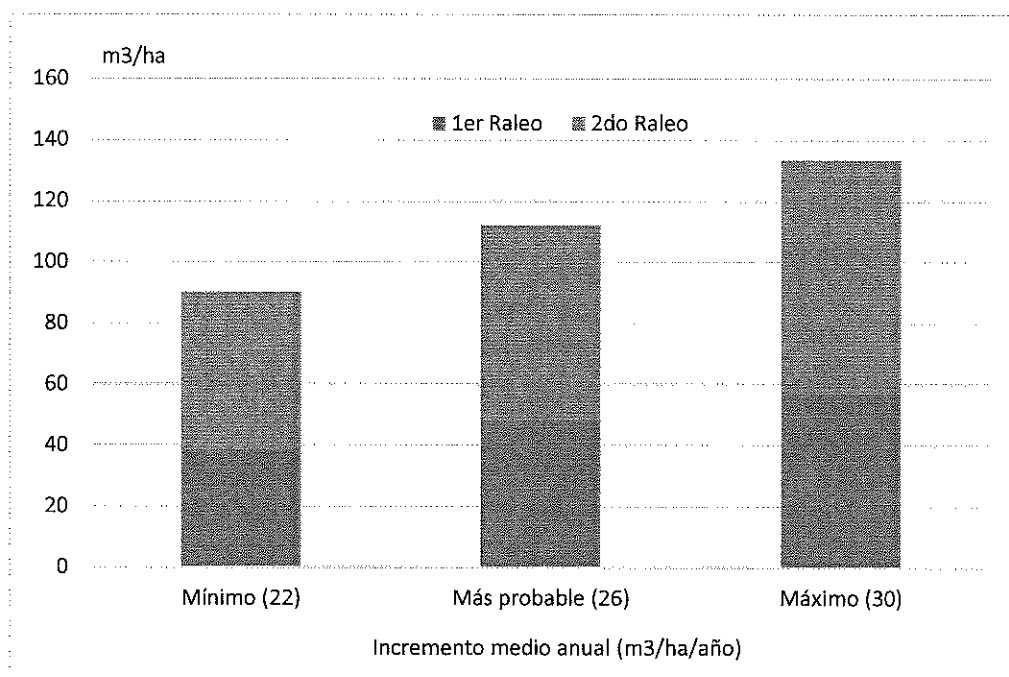
xii. PODAS Y RALEOS

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, 7 y 11). En el raleo del E. Grandis en el año 7 toda la producción es para pulpa. En el raleo del año 11, aproximadamente un 40% de la producción es madera para aserrío y el 60% restante es para pulpa. Para el proyecto se usará un IMA de 26 m³ por hectárea por año, lo cual arroja unos 112 m³/ha de madera de raleos.

Para el Pino se realizara un raleo en el año 12. La madera producida se destinara a aserrío.

Madera producida en 2^{do} y 3^{er} raleo en E. Grandis según diferentes IMAs



Curvas de crecimiento y producción extraíble de madera

Edad	PINO			E. GRANDIS			E. DUNNII		
	Mínimo	Más Probable	Máximo	Mínimo	Más Probable	Máximo	Mínimo	Más Probable	Máximo
	M3/hectárea								
1	0.0	0.00	0.00				-	-	-
2	4.5	5.23	6.01				0.70	1.30	2.00
3	12.9	14.81	17.03				9.20	14.00	18.20
4	24.2	27.88	32.06				26.70	37.00	46.00
	37.1								
	51.5								
	68.2								
	87.1								
	107.6								
	132.1								
	152.3								
	175.4								

	120.6								
	137.2								
	153.7								
	170.2								
	186.7								
	203.2								
	219.8								
	236.3								
IMA	15.81	16.74	18.60	22.84	26.45	29.86	18.30	21.93	26.43
Producción extraíble (m3/hectárea)									
1er Raleo	52.00	63.00	72.60	38.53	48.00	56.99			

2do Raleo				51.51	64.00	76.49			
Cosecha final	236.3	271.74	299.40	343.85	390.49	433.87			
Total	288.3	334.74	372.00	433.89	502.49	567.35	164.70	197.40	237.90

xiii. COSECHA FINAL

La cosecha o tala final es al año 9 en el caso del E. Dunnii y al año 19 para el E. Grandis. Considerando los IMAs del proyecto se estima un volumen de cosecha final 197 m³ para el primero y de 390 m³ para el segundo.

En el caso del Pino la cosecha final se realizara en el año 20 a 22. Se estima un volumen de 272 m³ a cosecha final.

En todos los casos se realiza un inventario pre cosecha. En el E. Dunnii se manejan rebrotes después de cosecha para el segundo ciclo. En E. Grandis se realiza el control de rebrotes y de tocones.

En el caso del Pino se realiza el control de rebrotes y de tocones y se laborea en la entrelinea para replantar el área con Eucalyptus Grandis y Eucalyptus Dunnii.

xiv. 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.

xv. ESTÁNDARES DE PROCESO

El Fideicomiso Bosques del Uruguay 3 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 Stewardship Council (FSC) O Programme for the Endorsement of Forest Certification (PEFC).

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.

xvi. 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 del 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 auditorías 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 auditorías 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.

xvii. PLAN COMERCIAL

Los ingresos del proyecto provienen de la venta de madera, venta de la tierra y bosques en pie al final del proyecto, ingresos por pastoreo, e ingresos por venta de certificados de carbono. La facturación estimada durante el ciclo del proyecto es de US\$ 1,232 millones.

Concepto	Monto (US\$)	Participación
Madera	771,559,434	62.62%
Bosques en pie	166,765,659	13.53%
Pastoreo	11,245,224	0.91%

Tierra	280,621,627	22.78%
Bonos Carbono	1,928,757	0.16%
Total	1,232,120,701	100.00%

El 78% de las ventas totales del proyecto corresponden a la venta de madera y bosques en pie, un 21 % a la venta de la tierra y el resto a los pastoreos y la venta de bonos de carbono.

A lo largo de la vida del proyecto el Fideicomiso Bosques del Uruguay 3 tiene proyectado producir 10.4 millones de m³. La producción total de madera por especie y destino se estima será la siguiente

Producción de madera a comercializar (m³):

	Eucalyptus			Pino	Total
	Globulus/Maidenii	Dunnii	Grandis		
Pulpa	658,737	2,365,716	590,735		3,615,188
Aserrío			559,113	6,252,485	6,811,598
Total	658,737	2,365,716	1,149,848	6,252,485	10,426,786

El proyecto tiene una clara orientación a la madera de aserrío, que explica las 2/3 partes de las ventas previstas en volumen. En cuanto a la diversificación por especie, las ventas del proyecto están más fundadas en la venta de pino.

Las actividades en la venta de madera se darían en:

Año del Árbol	Actividad	Volumen Pulpa (m ³ /hectárea)	Volumen Aserrado (m ³ /hectárea)
7	Raleo E. Grandis	48	
9	Cosecha E. Dunnii	197	
11	Raleo de E. Grandis	41	27
12	Raleo de Pino		60
18	Cosecha de E. Grandis	88	265
18	Cosecha E. Dunnii	197	
20	Cosecha de Pino		272

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

	Destino	Características	Precio (1)	
			US\$/m ³ (puesto en planta)	Crecimiento real acumulativo anual esperado
E. Globulus/Dunnii	pulpa		61	0%

E. Grandis	pulpa		55	0%
	aserrío	Diámetro mayor 30 cm	90	1.5%
Pino	aserrío	Diámetro 20<diámetro< 30 cm	45	2%

(1) Precios actuales de mercado según operaciones efectivamente realizadas durante los últimos 6 meses

Para las ventas de madera se buscará cerrar acuerdos comerciales con operadores reconocidos, de buena trayectoria y experiencia. Igualmente se buscará optimizar la cartera de productos en los distintos mercados.

Para la madera con destino a pulpa se consideran los siguientes mercados posibles:

- Plantas de celulosa locales¹².
- Plantas de chipeado y exportación en Montevideo.
- Biomasa

Para la madera para aserrío el modelo asume que el 100% de la madera se exporta en forma de rolos y tanto precio como costos reflejan las condiciones existentes en este mercado. No obstante el mercado interno tanto para Eucalyptus como para Pino es una alternativa real e interesante. En 2014, AF realizó un relevamiento de la demanda de rolos para aserrío en el mercado doméstico no integrado verticalmente, i.e. aquellos aserraderos que compran en el mercado spot únicamente. Los resultados sitúan la demanda doméstica de E. Grandis en 400 a 450 mil m³ anuales, y la de pino en 480 a 520 mil m³ anuales. Factores como la distancia y los costos de extracción determinarán la elección del mercado de destino.

Los activos del fideicomiso, tierra y bosques en pie, al finalizar el mismo en el año 2036, serán ofertados a distintos interesados a través de un proceso licitatorio.

Se asume que el precio de la tierra se incrementará a una tasa del 2.56% acumulativo anual durante el periodo del fideicomiso. Respecto del valor asignado a los bosques en pie, se estimó el volumen de madera utilizando las mismas ecuaciones de crecimiento y los precios por tipo de producto.

Para el pastoreo se toma un ingreso promedio por hectárea de US\$ 15 por concepto de pastoreo que se proyecta realicen vecinos y otros ganaderos.

Certificados de Reducción de Emisiones

Las plantaciones forestales secuestran CO₂ 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 comprar VERs o créditos de carbono voluntarios. Estas reducciones de emisiones son verificadas mediante estándares independientes destacándose el

¹² Se acaba de hacer público el interés de UPM por iniciar conversaciones con el gobierno nacional para evaluar la instalación de una nueva planta de celulosa.

VCS (Voluntary Carbon Standard) y el Gold Standard, los cuales poseen metodologías ampliamente reconocidas.

Los proyectos forestales donde el destino principal es la madera de aserrío, 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 3 se está evaluando un activo forestal que ya posee un proyecto inscripto en el VCS. El proyecto solo considera las plantaciones de pino y potencialmente podría secuestrar hasta 10 millones de toneladas de carbono en los próximos 20 años. 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 (el precio esperado considerado es de 2 Euros/Tonelada)

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.

xviii. 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 sus tareas de acuerdo al Plan de Negocios.
- (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 por parte del Fiduciario, 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 arrendamientos, se distinguen dos casos:
 - iii. 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 sea mayor en 10% del estimado para el proyecto.
 - Distancia de Montevideo: menor a 450 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%

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 y controlar las actividades con las empresas tercerizadas, siendo de cargo del Fideicomiso los costos por la contratación de éstas. De conformidad con lo establecido en el Contrato de Fideicomiso.
- (d) Gestionar la comercialización de 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 la negociación para 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) Negociar y acordar los contratos de seguros de los bosques.
- (k) Realizar los controles de ejecución y calidad de los proveedores y terceros que se contraten para desarrollar las actividades.
- (l) Exigir y cumplir con todas las normativas, leyes, y obligaciones pertinentes al sector y al país.
- (m) Recorrer los Inmuebles para definir técnicas que aseguren el estado sanitario de los Bosques.
- (n) Planificar, dirigir la prevención y combate de incendios.
- (o) Reclamar de los Deudores cualquier suma que éstos deban abonar al Fideicomiso. A estos efectos, el Administrador podrá solicitar al Fiduciario iniciar las acciones que sean necesarias para reclamar dichos pagos.
- (p) Solicitar que se realicen pagos a cualquier acreedor del Fideicomiso, de acuerdo a lo que se establece en el presente Contrato.
- (q) Gestionar todas las compras, arrendamientos y contrataciones que resulten necesarias a fin de

ejecutar el Plan de Negocios.

- (r) 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 Fideicomitados 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.
- (s) Elaborar los informes trimestrales de gestión de acuerdo a lo previsto en el Contrato de Fideicomiso, 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.
- (t) Elaborar reportes trimestrales al Comité de Vigilancia, informando sobre las compras y contratos que existan con empresas Vinculadas al Administrador. En el caso de agroquímicos se deberá detallar: los precios de los mismos, su comparación con otras opciones del mercado y el proveedor.
- (u) Elaborar informes de cosecha y venta de madera para el Comité de Vigilancia, que incluyan: una descripción de la operativa a realizar, descripción de estratos a cosechar, datos de inventario, potenciales compradores de la madera, justificación de la asignación de la venta comparando con otras ofertas y una recomendación final incluyendo un análisis de la rentabilidad de la operación. Una vez terminada la cosecha y comercialización de la madera, el Administrador deberá presentar al Comité de Vigilancia un informe que incluya: los resultados obtenidos en cuanto a costos, volúmenes de madera y rentabilidad real.
- (v) Determinar al finalizar cada Cierre de Ejercicio los Fondos Netos Distribuibles e informarlo al Fiduciario para efectuar los pagos que correspondan.
- (w) 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.

(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 los años 7, 12 y 18. Para el Pino las tareas silvícolas ocurren entre el año 1 y 9 del bosque. Los costos de las actividades silvícolas han sido estimados siguiendo un Plan de Manejo de Bosques del Uruguay 3 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:

Actividad	Costo US\$/ha/año
Prevención y Combate de Incendios	15
Seguros	15
Mantenimiento de alambrados/casas	5
Contribución Inmobiliaria (solo en plantaciones de E. Dunny)	2
Inventarios y certificación FSC:	3.5

(d) Costos de Cosecha y Transporte

Se ha considerado el costo de cosecha y caminería (que se incluye en los costos de cosecha) por un lado y el costo de transporte por otro. Ambos son muy importantes en el rubro forestal. Los valores utilizados en el modelo son los siguientes:

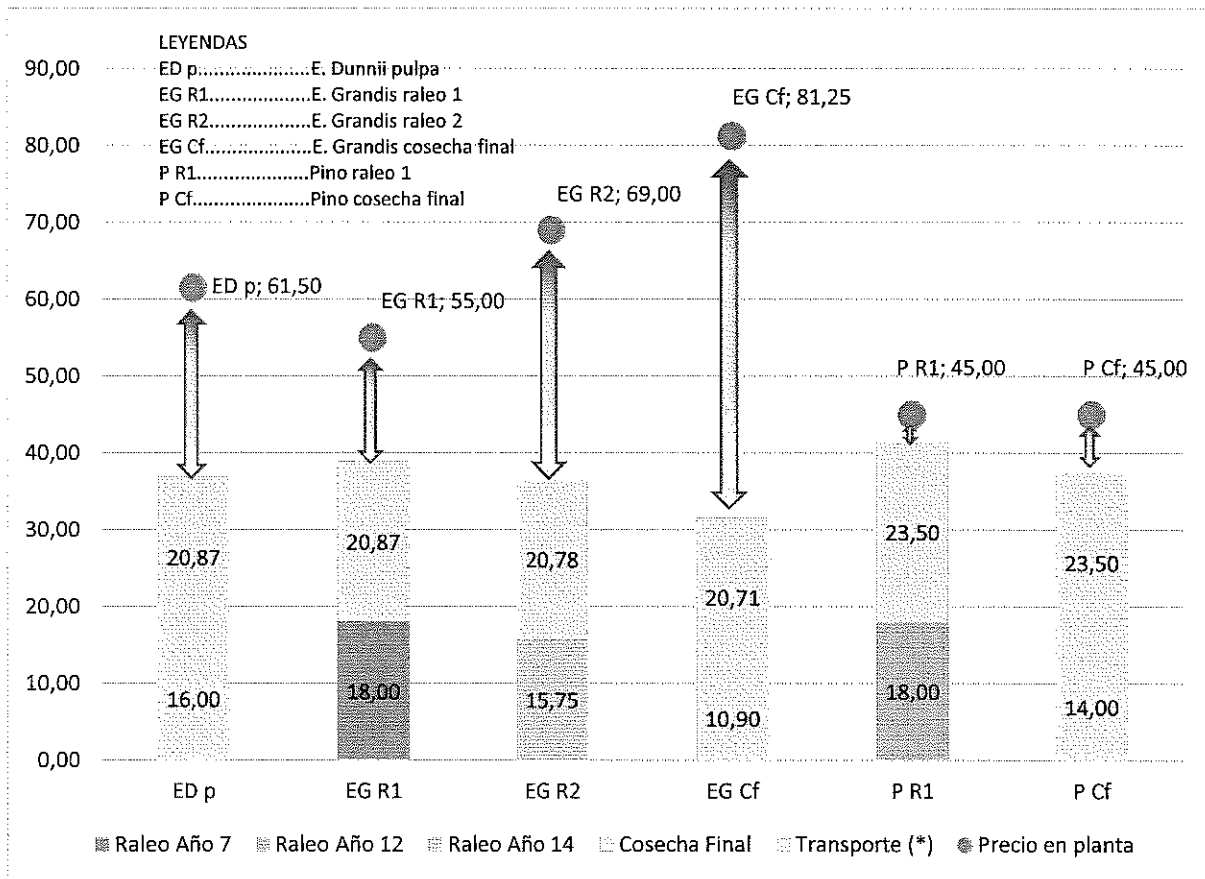
Precio de los productos extraídos, costos directos de producción y márgenes brutos (US\$/m3)

	E. Dunnyi	E. Grandis			Pino	
	pulpa	pulpa	pulpa 60%/ aserrío 40%	pulpa 25%/ aserrío 75%	fino 60%/ grueso 40%	fino 40%/ grueso 60%
	ED p	EG R1	EG R2	EG Cf	P R1	P Cf
	US\$/m3					
Precio en planta (1)	61.50	55.00	69.00	81.25	45.00	45.00
Costos directos						
Raleo Año 7		18.00				
Raleo Año 12					18.00	
Raleo Año 11			15.75			
Cosecha Final	16.00			10.90		14.00
Transporte (2)	20.87	20.87	20.78	20.71	23.50	23.50
Margen bruto	24.63	16.13	32.47	49.64	3.50	7.50

(1) Puesto en destino

(2) Las distancias dependen del producto que se esté considerando.

Precio de los productos extraídos, costos directos de producción y márgenes brutos (US\$/m3)



VI. AUTORIZACIONES PREVIAS

El Fideicomiso Bosques del Uruguay 3 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 a¹³:

- Datos de la empresa:
 - Titular, departamento, sección judicial y policial, zona, fotos aéreas, certificados notariales.

¹³ El formulario completo puede verse en: <http://www.mgap.gub.uy/Forestal/InstructivoAprobacionplan.doc>

- 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 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.

VII. ANÁLISIS ECONÓMICO FINANCIERO

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, 20 años (2016-2036).

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 20.

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 y bosques en pie
- 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.

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

- Eucalyptus Globulus/Dunnii: con destino a Pulpa: US\$ 61 por m³
- Eucalyptus Grandis
 - Con destino a Pulpa: US\$ 55 por m³
 - Con destino a Aserrado: US\$ 90 por m³
- Pino: con destino a Aserrado: US\$ 45 por m³
- Pastoreo: US\$ 15 por hectárea total

El precio de la tierra se fijó en US\$ 2,800 por hectárea, con US\$ 90 de gastos y un crecimiento real anual del 2.56%.

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.

3. INVERSIONES Y FINANCIAMIENTO

El 100% de la inversión se realiza con Certificados de Participación en el año cero. La misma asciende a US\$ 190 millones y comprende los siguientes conceptos:

- Inversión en compra/arrendamiento de tierras (aproximadamente 42,000 hectáreas)
- Implantación de bosques y/o adquisición de bosques en pie
- Inversión en capital de trabajo
- Gastos operativos a incurrir hasta el año 9 (2026), incluyendo los impuestos correspondientes y excluyendo los ingresos por pastoreo.

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

ESTADO DE FLUJO DE FONDOS

Estados de flujo de fondos
USD

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035		
Actividades Operativas																						
Resultado Neto	1,640,366	1,796,402	7,264,009	10,262,658	10,785,349	15,865,430	25,187,686	13,231,745	21,877,959	22,808,116	30,639,910	31,057,235	29,451,528	25,079,955	49,635,079	23,029,742	41,018,813	27,045,417	43,243,094	145,975,668	19,955,698	
+ Amortizaciones	(2,968,916)	(3,000,969)	(7,597,659)	(11,692,245)	(11,989,350)	(19,336,596)	(29,838,357)	(14,652,637)	(24,407,201)	(24,783,079)	(33,712,832)	(32,395,911)	(32,139,746)	(27,004,106)	(51,393,430)	(24,245,432)	(42,972,814)	(28,437,669)	(61,138,534)	(97,921,551)	(53,046,259)	
+ Cambio de ventas de terrenos	3,003,182	5,572,936	2,161,508	17,959,506	122,269	23,446,626	5,169,168	2,189,913	11,143,762	6,720,689	37,893,966	63,624,761	13,026,013	33,000,272	2,341,706	16,814,179	316,469	4,880,344	17,956,539	37,356,124	217,587,768	
+ Costo de ventas terrenos	(73,904)	(16,702)	(25,141)	(226,141)	(266,233)	(295,599)	(219,183)	(44,659)	(66,602)	(12,361)	(261,228)	(218,977)	(478,544)	(292,231)	(407,305)	(163,667)	(184,002)	(28,378)	(704,165)	541,632	189,148	
Variación en el valor de los activos	(794,417)	(225,679)	(771,576)	(2,593,844)	3,078,854	(3,729,336)	2,841,336	512,903	(1,266,179)	276,202	(4,152,792)	(3,165,842)	6,838,211	(3,594,861)	5,171,965	(2,367,009)	2,846,520	(694,807)	(17,750,316)	(6,596,689)	24,968,651	
Variación en el valor de las pasivas	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	
Variación en el valor de los activos netos	571,348	92,911	(893,672)	1,373,700	(1,597,850)	1,774,685	(1,313,051)	(266,109)	821,739	(73,322)	1,746,624	1,313,860	(2,689,028)	1,755,666	(2,441,620)	994,299	(1,101,672)	178,695	4,227,476	(3,247,662)	(1,341,044)	
FF Actividades Operativas	2,279,849	4,215,914	2,182,605	34,790,824	965,725	17,790,217	5,265,555	1,060,517	7,889,482	7,069,677	32,093,663	36,395,955	34,785,532	30,955,673	3,635,106	15,055,123	490,503	3,076,785	14,671,405	255,100,686	208,998,024	
Actividades de Inversión	(42,665,979)	(6,800,114)	(4,520,693)	(2,243,406)	(4,028,540)	(1,867,040)	(1,240,566)	(4,317,071)	(1,576,777)	(1,465,821)	(1,465,821)	(3,381,755)	(8,669,358)	(1,438,467)	(5,669,697)	(1,556,312)	(3,609,646)	(2,836,727)	(3,475,631)	(6,959,312)	(1,010,143)	
Inversión en terrenos y otros activos	(154,177,915)	(6,600,114)	(4,323,693)	(2,243,406)	(4,028,540)	(1,867,040)	(1,240,566)	(4,317,071)	(1,576,777)	(1,465,821)	(1,465,821)	(3,381,755)	(8,669,358)	(1,438,467)	(5,669,697)	(1,556,312)	(3,609,646)	(2,836,727)	(3,475,631)	(6,959,312)	(1,010,143)	
Actividades de Financiamiento	171,461,974	2,394,201	2,741,098	-	13,442,737	(10,766,346)	(15,863,430)	(22,384,199)	(6,504,705)	-	(22,938,116)	(30,639,910)	(31,057,235)	(29,451,528)	(49,635,079)	(23,029,742)	(41,018,813)	(27,045,417)	(43,243,094)	(145,975,668)	(19,955,698)	
Aciones (Préstamos) de Capital	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Variación deudas financieras	171,461,974	2,394,201	2,741,098	-	13,442,737	(10,766,346)	(15,863,430)	(22,384,199)	(6,504,705)	-	(22,938,116)	(30,639,910)	(31,057,235)	(29,451,528)	(49,635,079)	(23,029,742)	(41,018,813)	(27,045,417)	(43,243,094)	(145,975,668)	(19,955,698)	
FF Actividades de Financiamiento	171,461,974	2,394,201	2,741,098	-	13,442,737	(10,766,346)	(15,863,430)	(22,384,199)	(6,504,705)	-	(22,938,116)	(30,639,910)	(31,057,235)	(29,451,528)	(49,635,079)	(23,029,742)	(41,018,813)	(27,045,417)	(43,243,094)	(145,975,668)	(19,955,698)	
Flujo de Fondos del Periodo	9,559,007	9,559,007	9,559,007	9,559,007	9,559,007	9,559,007	9,559,007	9,559,007	9,559,007	9,559,007	9,559,007	9,559,007	9,559,007	9,559,007	9,559,007	9,559,007	9,559,007	9,559,007	9,559,007	9,559,007	9,559,007	9,559,007
Saldo Inicial Inversiones temporales	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Saldo Final Inv. Temporales	9,559,007	9,559,007	9,559,007	9,559,007	9,559,007	9,559,007	9,559,007	9,559,007	9,559,007	9,559,007	9,559,007	9,559,007	9,559,007	9,559,007	9,559,007	9,559,007	9,559,007	9,559,007	9,559,007	9,559,007	9,559,007	

5. PROYECCIÓN DE FUENTES Y USOS DE FONDOS

El flujo de fondos del proyecto muestra las siguientes cifras:

FLUJO DE FONDOS PARA EVALUACION

Flujo de fondos para evaluación
USD

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034		
Fuentes provenientes de operaciones																					
Una vez más antes de impuestos	1,540,556	1,796,402	7,264,009	10,620,906	10,797,534	18,676,852	25,410,850	13,985,562	23,218,454	23,574,008	32,676,688	31,675,544	30,337,951	26,441,264	49,818,933	23,028,742	41,018,613	27,045,417	48,249,456	168,182,373	30,647,016
Ahorro	(2,698,619)	(3,003,850)	(7,597,528)	(11,869,260)	(16,336,596)	(26,639,357)	(36,839,357)	(44,552,637)	(24,467,201)	(24,763,079)	(33,712,332)	(32,895,301)	(32,139,746)	(27,004,105)	(91,359,430)	(24,245,432)	(42,572,814)	(28,437,669)	(31,136,034)	(27,821,851)	(52,048,385)
Costo de ventas básicos	3,803,852	5,672,538	21,860,599	17,806,506	122,269	23,446,626	5,168,168	2,188,813	11,143,762	8,729,689	37,890,966	60,424,761	13,028,013	35,005,272	2,341,706	19,814,179	315,483	4,896,544	133,075,540	37,867,824	217,987,765
Costo de ventas ítems	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	15,180,622	108,351,015	-
Amortizaciones	(95,330)	(95,330)	(95,330)	(95,330)	(220,234)	(317,841)	(482,103)	(668,652)	(882,103)	(1,100,153)	(1,357,435)	(1,658,939)	(1,997,459)	(2,378,999)	(2,792,235)	(3,240,179)	(3,712,629)	(4,214,193)	(4,744,866)	(5,304,668)	(5,894,717)
Ingresos	2,573,822	4,270,654	3,763,659	15,742,437	19,997,221	22,469,051	3,959,558	458,177	9,555,035	36,725,136	56,767,596	30,889,381	30,889,381	35,256,178	572,892	37,997,469	1,296,977	3,493,153	165,944,201	280,531,484	350,489,679
Usos																					
Inversión a la mita	(10,694,674)	(3,205,660)	(2,061,625)	(5,098,731)	(2,185)	(2,913,422)	(233,164)	(183,818)	(1,240,495)	(665,982)	(2,037,756)	(618,309)	(898,422)	(391,348)	(83,219)	(3,729,583)	(1,318,481)	(1,598,533)	(5,006,372)	(20,216,607)	(11,077,327)
IVA	-	-	-	-	-	(5,464,068)	(1,679,769)	(1,854,098)	(2,585,049)	(2,408,731)	(7,035,673)	(10,819,943)	(4,573,679)	(7,551,460)	(2,043,649)	(3,739,583)	(1,318,481)	(1,598,533)	(2,877,332)	(6,260,204)	(4,259,054)
Certificados utilizados	-	-	-	-	-	(557,648)	(957,648)	(957,648)	(957,648)	(957,648)	(957,648)	(957,648)	(957,648)	(957,648)	(957,648)	(957,648)	(957,648)	(957,648)	(957,648)	(957,648)	(957,648)
Impuestos	121,511,865	41,397,383	2,699,004	3,173,376	2,151,238	2,151,238	1,897,040	1,897,040	1,897,040	1,897,040	1,897,040	1,897,040	1,897,040	1,897,040	1,897,040	1,897,040	1,897,040	1,897,040	1,897,040	1,897,040	1,897,040
Impartición de losques	1,266,973	1,486,470	1,549,615	1,549,615	1,549,615	1,549,615	1,549,615	1,549,615	1,549,615	1,549,615	1,549,615	1,549,615	1,549,615	1,549,615	1,549,615	1,549,615	1,549,615	1,549,615	1,549,615	1,549,615	1,549,615
Capital de trabajo	164,024,719	6,749,885	4,298,078	3,793,691	2,361,048	4,310,953	5,607,300	4,035,376	2,209,828	1,741,650	4,320,316	5,472,525	4,923,651	3,556,914	2,593,746	3,161,679	2,980,735	3,364,314	3,702,838	3,671,284	(11,077,327)
Valor actual																					
Resultados financieros	-	95,330	95,330	220,204	317,841	469,103	682,103	959,892	0	0	100,163	297,495	698,896	186,260	187,678	0	60,959	1,119	3,963	2,077,677	5,694,717
Intereses	-	95,330	95,330	220,204	317,841	469,103	682,103	959,892	0	0	100,163	297,495	698,896	186,260	187,678	0	60,959	1,119	3,963	2,077,677	5,694,717
FF antes de financiamiento adicional	(161,898,857)	(2,384,201)	(2,741,086)	(3,062,815)	(3,583,117)	(4,025,996)	(4,504,795)	(5,024,164)	(5,584,206)	(6,189,882)	(6,839,882)	(7,534,206)	(8,283,882)	(9,085,611)	(9,939,243)	(10,845,811)	(11,809,443)	(12,833,154)	(13,918,074)	(15,064,304)	(16,277,081)
Flujo de fondos para evaluación																					
Flujo de fondos para evaluación	(161,898,857)	(2,384,201)	(2,741,086)	(3,062,815)	(3,583,117)	(4,025,996)	(4,504,795)	(5,024,164)	(5,584,206)	(6,189,882)	(6,839,882)	(7,534,206)	(8,283,882)	(9,085,611)	(9,939,243)	(10,845,811)	(11,809,443)	(12,833,154)	(13,918,074)	(15,064,304)	(16,277,081)

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 GARANTÍA 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 9.19 % como valor esperado, existiendo un 90% de probabilidad de que se ubique en un rango de 8.01% y 10.56%.

Como resultado de las estimaciones realizadas, el proyecto presenta una Tasa Interna de Retorno (TIR) en dólares del 9.95% y un Valor Actual Neto de US\$ 52.3 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 9.10%, como surge del siguiente flujo de fondos:

FLUJO DE FONDOS PARA EL INVERSOR

Flujo de fondos inversor
Miles USD

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	
Aporte inicial	-171,432	-2,384	-2,741	-	-13,443	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Reclamos	-	-	-	-	-	10,785	15,863	22,384	6,505	-	22,908	30,639	31,057	29,452	8,425	11,074	-	-	27,043	43,243	527,182	-
Flujo de fondos	-171,432	-2,384	-2,741	-	-13,443	10,785	15,863	22,384	6,505	-	22,908	30,639	31,057	29,452	8,425	11,074	-	-	27,043	43,243	527,182	-
TIR																						9.10%

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

i. Identificación de variables de riesgo

Se definieron como variables sensibles para el modelo las siguientes:

Categorías	Variable	Unidad	Escenario		
			Bajo	Esperado	Alto
Valor de adquisición de los campos a forestar		US\$/ha	2000	2790	3600
Valor de compra de los bosques	E. Dunnii	US\$/ha	1100	1350	1500
	E. Grandis	US\$/ha	1100	1350	1500
	Pino	US\$/ha	900	1100	1350

ii. 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 las 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.

Para realizar el análisis de sensibilidad del crecimiento de los bosques, se utilizó una distribución discreta, basado en tres modelos de curva de crecimiento definidas para cada especie, como se muestra a continuación. Para realizar el análisis de sensibilidad de los costos operativos, se utilizó una distribución triangular, estimando un crecimiento de costos del 10% y una disminución del 5%, en relación a los costos totales obtenidos.

Crecimiento anual esperado por especie para los tres escenarios definidos (m³/año)

Edad	PINO			E. GRANDIS			E. DUNNII		
	Mínimo	Más Probable	Máximo	Mínimo	Más Probable	Máximo	Mínimo	Más Probable	Máximo
	M3/hectárea								
IMA	15.81	16.74	18.60	22.84	26.45	29.86	18.30	21.93	26.43
Volumen extraíble (m ³ /ha)									
1er Raleo	52.00	63.00	72.60	38.53	48.00	56.99			
2do Raleo				51.51	64.00	76.49			
Cosecha final	236.3	271.74	299.40	343.85	390.49	433.87	164.70	197.40	237.90
Total	288.3	334.74	372.00	433.89	502.49	567.35	164.70	197.40	237.90

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.

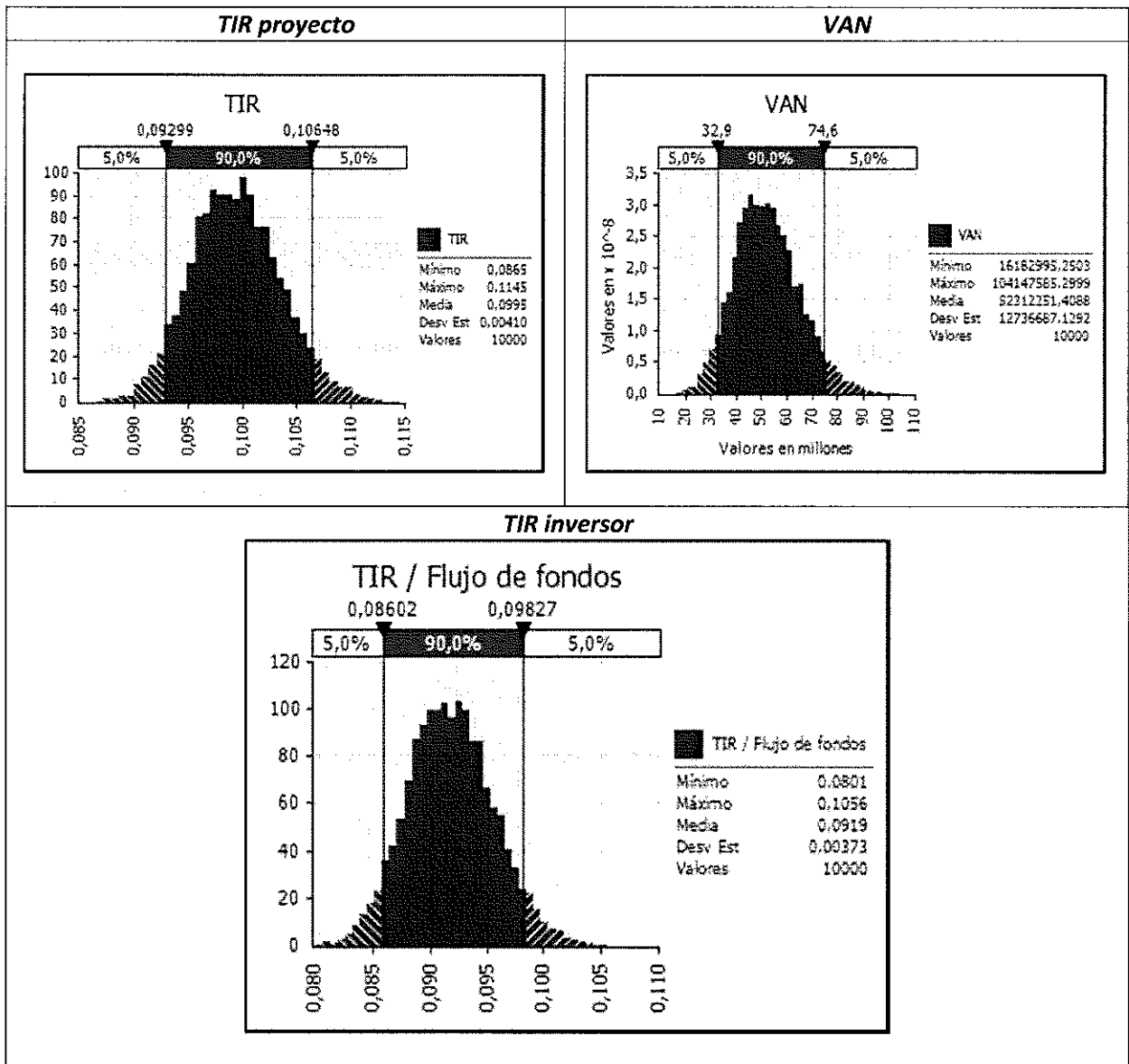
El resultado del análisis de simulación Montecarlo, muestra que la TIR del proyecto tiene una probabilidad de 90% de ubicarse entre 9.30% y 10.65% anual en dólares y que el VAN, calculado a una tasa de descuento del 7.5%, tiene una probabilidad de 90% de estar entre US\$ 32.9 millones y US\$ 74.6 millones.

A su vez, la TIR del inversor, tiene una probabilidad del 90% de ubicarse entre el 8.62% y el 9.83%.

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

	Mínimo	Promedio	Máximo
TIR proyecto	8.65%	9.95%	11.45%
VAN (millones US\$)	16.18	52.31	104.15
TIR inversor	8.01%	9.19%	10.56%

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



VIII. 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 ¹⁴	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	2 a 3	a) Seguimiento del Plan de control de malezas y plan de control de insectos. b) Aplicar los protocolos de

¹⁴ 1=Muy baja; 6=Muy alta.

	es variable según la escala y la respuesta a la incidencia del caso.		control, monitoreo y prevención. 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 Ocurrencia¹⁵	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	2-3	Esquemas comerciales donde las transacciones de

¹⁵ 1=Muy baja; 6=Muy alta.

	en los intereses (tendrían impacto en los costos de mano de obra y transporte).		compra y venta se hagan en la misma moneda.
Cambios en la legislación del gobierno y en el sistema impositivo.	Modificaciones significativas 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.
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.

IX. 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 3".

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: info@efassetmanagement.com

2. PERSONAL SUPERIOR

La composición del Directorio se integra de la siguiente forma:

Presidente	Dr. Diego Rodríguez
Vicepresidente	Cr. Nelson Mendiburu
Síndico	Cr. Bruno Gili
Síndico Suplente	Cr. Gonzalo Icasuriaga

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.

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

Dr. Diego Rodríguez (Presidente del Directorio)

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.

Cr. Nelson Mendiburu (Vicepresidente del Directorio)

Nelson es Contador Público, egresado de la Facultad de Ciencias Económicas y Administración de la Universidad de la República (1984). Socio Co-fundador y Director de CPA FERRERE desde 1996. Socio Director del Grupo Ferrere desde 2009.

Tiene amplia experiencia como profesional especializado en auditoría y en consultoría gerencial. Ha sido consultor, en Uruguay y el exterior, tanto para organizaciones del sector corporativo, financiero y público, habiendo sido consultor para organismos internacionales.

Integrante del Comité Académico de la Carrera de Contador Público, Facultad de Administración y Ciencias Sociales de la Universidad ORT Uruguay. Fue Catedrático de Contabilidad Financiera, en los programas de postgraduados, el MBA y en la Licenciatura en Gerencia y Administración y Licenciatura en Economía y Profesor de Auditoría en la carrera de Contador Público de la Facultad de Administración y Ciencias Sociales de la Universidad ORT Uruguay. Obtuvo el Premio a La Excelencia Docente del año 1996 de la Universidad ORT Uruguay. También fue docente en la Facultad de Ciencias Económicas y Administración de la Universidad de las República durante los años 1989 a 1999 en Contabilidad y Contabilidades Especiales.

Integra el Consejo Directivo de la Asociación Cristiana de Dirigentes de Empresa (ACDE). Integra también el Consejo Directivo de Fundación Logros.

Fue integrante de la Comisión Fiscal del Colegio de Contadores, Economistas y Administradores del Uruguay en los años 2005 - 2009.

Es autor de artículos técnicos y coautor de trabajos presentados en Conferencias Interamericanas de Contabilidad.

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.

Cr. Gonzalo Icasuriaga (Síndico Suplente)

Gonzalo es Socio de Socio de CPA/Ferrere, responsable del departamento de Estrategia y Capital Humano, a cargo de los servicios de consultoría en análisis, diseño y cambio organizacional, planificación estratégica y consultoría en gestión del capital humano, incluyendo el servicio de selección de cargos gerenciales para clientes.

Se ha desempeñado como consultor de empresas desde 1993, trabajando entre 1993 y 1997 en Deloitte & Touche y posteriormente en la firma Soluziona - Grupo Unión Fenosa (1997 y 2002) y desde allí hasta la fecha, en CPA Ferrere, como consultor y gerente de proyectos, habiendo participado en más de sesenta proyectos de consultoría en Uruguay y en el exterior. Es Contador Público por la Universidad de la República (Uruguay) y Máster en Administración de Empresas por la Universidad de Montevideo.

Se ha especializado en proyectos de fortalecimiento institucional, planeamiento estratégico, rediseño organizacional y administración del cambio, en empresas públicas, privadas, en Uruguay y en el exterior (España, Brasil, Colombia, Venezuela y Perú). Entre las organizaciones del sector público que ha asesorado se destacan: Agencia Nacional de Investigación e Innovación (ANII), Corporación Nacional para el Desarrollo (CND), Ministerio de Economía y Finanzas (SIIF), Banco de Seguros del Estado, UTE, ANCAP, Ministerio de Educación y Cultura. En el sector privado ha asesorado a empresas como: Petrobras Brasil, Banco Santander, Abbott, Novartis, Gillette, Pepsi Cola, Crédito Uruguay, Corporación Navíos, Institut Pasteur de Montevideo, Pagnifique, Afinidad Afap, Uniform, ACSA.

Ha sido consultor contratado en proyectos del Banco Interamericano de Desarrollo, y evaluador del premio nacional de calidad en el año 2006. Es profesor de Cambio Organizacional del Máster en Dirección de RRHH en la Universidad ORT y estuvo a cargo del curso de Dirección Estratégica en el Programa de Desarrollo Gerencial (PDG- ORT 2004-2008). Ha sido docente de Control de Gestión y Administración General en la Universidad de la República

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 prácticas de Gobierno Corporativo, que aseguran el cumplimiento de los siguientes requisitos exigidos por la Recopilación de Normas del Mercado de Valores del Banco Central del Uruguay. Se adjuntan al presente como **Anexo 7** la Política de Gobierno Corporativo de EFAM

7. ACCIONISTAS

Los accionistas son:

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

8. AUDITORES EXTERNOS

Los auditores externos del Fiduciario son Deloitte S.C.

9. ESTADOS CONTABLES

Se incluyen como **Anexo 8** los últimos estados contables auditados del Fiduciario, así como el

correspondiente al cierre del último trimestre disponible.

X. 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 3 objeto de este Prospecto.

AF comienza sus operaciones en el año 2000 brindando servicios forestales a un sector en franca expansión. La estructura y procesos de AF se han forjado en base a más de 16 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 agronegocio.

El conocimiento del sector forestal, la experiencia y el equipo de trabajo crearon las bases para que AF fortaleciera su rol como operador forestal primero, luego como administrador forestal y más recientemente como administrador de inversiones forestales.

Este crecimiento de "abajo hacia arriba", i.e. de operador forestal a administrador de inversiones forestales, permite que AF, a diferencia de otros administradores de inversiones forestales, tenga experiencia real a nivel de bosque. A lo largo de este camino AF siempre mantuvo su objetivo de brindar servicios forestales de excelencia a nuestros clientes para que los propietarios forestales maximicen su inversión. AF aún sigue la estrategia guiada por el principio de que la rentabilidad tiene su origen en el bosque; el valor que no se desarrolla en el bosque no podrá ganarse luego más adelante en la cadena de valor.

Rápidamente, y basado en la experiencia ganada en Uruguay, AF comienza su proceso de internacionalización con la apertura de una oficina en Chile en 2007 y posteriormente en 2010 en el Brasil.

AF Uruguay cuenta con un equipo profesional, especializado y totalmente independiente (1 ingeniero industrial, 2 ingenieros agrónomos, 3 ingenieros forestales, 3 técnicos forestales y supervisores de campo y 8 administrativos) a lo que se suman 30 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.

A la fecha AF brinda servicios a más de 100,000 hectáreas entre Uruguay, Brasil y Chile. En estos tres países AF ha operado bajo distintas modalidades para empresas como Fibria, El Dorado, Masissa, Gerdau, UPM, Weyerhaeuser, Arauco, Montes del Plata, COFUSA, así como para fondos de inversión (GMO, GFP, TMK, Fondo Río Biabo etc).

En Uruguay, AF brindó servicios forestales a más de 300.000 hectáreas forestadas en los últimos cuatro años y administra activos forestales valuados en US\$ 150 millones.

AF tiene su domicilio en Juncal 1437, piso 7, Montevideo, Uruguay, su teléfono y fax es +598-29162020 y su correo electrónico info@af.com.uy.

(b) Directorio

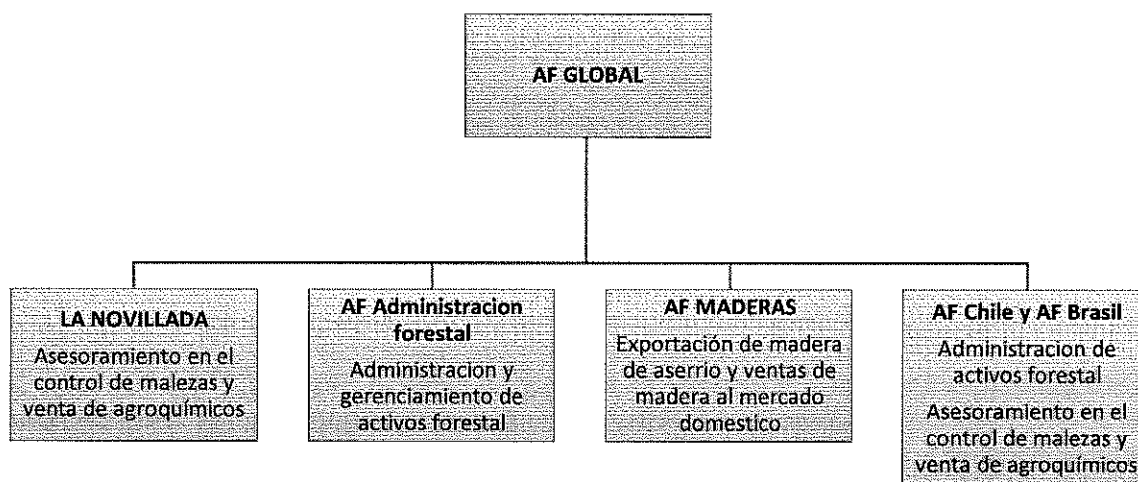
El Directorio de AF está presidido por el Ing. Agr. Francisco Bonino y la Gerencia General por el Ing. Industrial Mecánico Dan Guapura.

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. ESTRUCTURA DEL GRUPO AF

AF Global SRL es la empresa holding bajo la cual opera AF Administraciones Forestales. Las otras dos divisiones son La Novillada (Control de malezas y venta de agroquímicos) y AF Maderas focalizada en la exportación de rolos para aserrío y ventas de madera en el mercado doméstico. En los últimos 5 años las empresas del grupo alcanzaron una facturación de US\$ 5.5 millones en promedio.



(a) La Novillada S.A.

Empresa creada con el fin de comercializar agroquímicos, insecticidas, fungicidas, herbicidas y fertilizantes, para el sector forestal. 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) Agroempresa Forestal SA

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.).
- AF tiene una larga trayectoria operando con contratistas. Está vinculada con unas 30 empresas, muchas de las cuales han estado desde el inicio. Todas estas empresas suman unas 600 personas.

Otros logros de AF son:

- Norma ISO 9000 desde 2004.
- Norma Forest Stewardship Council (FSC). AF ha preparado la información y presentado solicitudes para obtener esta certificación para más de 15,000 hectáreas en Uruguay, logrando un 100% de efectividad.
- 9º en el ranking Great Place to Work 2006.
- 9º en el ranking Great Place to Work 2013
- Cofundadores del Índice de Responsabilidad Social Empresarial del Uruguay.
- Organizador del primer fideicomiso financiero forestal de oferta pública con certificados de participación.

(c) AF Maderas

- Enfocada a la exportación de madera de aserrío y ventas en el mercado doméstico
- En los últimos 5 años se han comercializado 1.6 millones de m3 de madera de las cuales 100 mil m3 fueron para exportación
- La empresa ha desarrollado vínculos directos con compradores de mercados como Vietnam, China, India y Corea del Sur.

(d) Agro Empresa Forestal en Chile y Brasil

AF inició sus actividades en Chile en 2007, empleando unas 14 personas y contratando operaciones con 10 empresas proveedoras de servicios. A la fecha, opera unas 50.000 hectáreas entre las actividades de control de malezas y administración. Tiene entre sus clientes a GMO RR, 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 exportación de madera y control de hormigas en los estados Mato Grosso do Sul (MS), Minas Gerais y Santa Catarina. Cuenta con un equipo de 10 personas y una oficina principal en Tres Lagoas, MS.

3. Rol de AF como Operador Forestal en el Fideicomiso Bosques del Uruguay 3

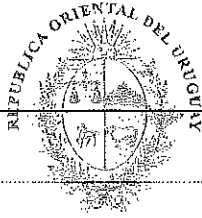
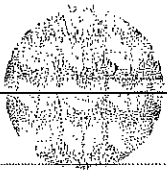
En la siguiente tabla se muestran las principales actividades y cuáles serán rol del operador y administrador forestal (Agroempresa Forestal) y cuáles serán ejecutadas con terceros.

ACTIVIDAD	Ejecucion
Selección de campos, análisis de propiedades, negociación	AF
Modelaciones y proyecciones (plantación, venta, presupuestos, etc.). Estrategias de manejo silviculturales, vigilancia sanitaria, etc.	AF
Cartografía, planificación, registros en sistemas de información, desarrollo de modelos de crecimiento, etc.	AF
Plantación Control de Malezas Fertilización 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

XI. ANEXOS

1. ANEXO 1: CONTRATO DE FIDEICOMISO FINANCIERO, MODIFICACIÓN Y AJUSTE.



ESC. FLORENCIA TABOAS RIBEIRO - 14606/1

CONTRATO DE FIDEICOMISO FINANCIERO

El presente contrato de fideicomiso financiero se celebra en Montevideo, el 22 de agosto de 2016, entre: EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A. (en adelante el "Fiduciario"), representado en este acto por Diego Rodríguez, con domicilio en Juncal 1392, Montevideo, RUT 21 476953 0012, e inscripción en el Registro Nacional de Comercio el 7 de abril de 2003 con el número 2014; Agroempresa Forestal S.A. (en adelante el "Administrador"), representado en este acto por Francisco Bonino, con domicilio en Juncal 1437 Of. 701; y BOLSA ELECTRÓNICA DE VALORES DEL URUGUAY S.A., en su calidad de Entidad Representante de los futuros suscriptores de los Valores como futuros Fideicomitentes y Beneficiarios, representado en este acto por Eduardo Barbieri, con domicilio en Misiones 1537 Piso 7 (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 Fideicomitados" 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 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 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 provisiones de gastos e inversiones a realizar en los próximos ejercicios económicos que sean determinadas de acuerdo al informe elaborado por el Administrador a tales



ESC. FLORENCIA TABOAS RIBEIRO - 14606/1

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 el Administrador 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 y con derecho a voto.

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

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

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

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

"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 y lo dispuesto por el artículo 271 de la Recopilación de Normas de Regulación y Control del Sistema Financiero respecto al concepto de Conjunto Económico.

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 3**", 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.

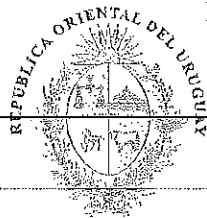
La constitución del Fideicomiso importa además, una instrucción irrevocable dada al Fiduciario para proceder conforme al presente Contrato.

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 el Administrador de acuerdo a lo previsto en el Plan de Negocios siguiendo los procedimientos que se establecen en el presente Contrato.

Constituirán además Bienes Fideicomitados los siguientes:

- (a) los importes integrados por los suscriptores de los Valores que permanezcan en el Fideicomiso



ESC. FLORENCIA TABOAS RIBEIRO - 14606/1

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 integran 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 como inversión para los Fondos de Ahorro Previsional, de acuerdo con lo establecido en el artículo 124 de la Ley N° 16.713 de 3 de setiembre de 1995 (en la redacción dada por la Ley N° 18.673 de 23 de julio de 2010) de acuerdo con lo dispuesto en el art. 59, literal d. de la Recopilación de Normas de AFAP del Banco Central del Uruguay.

Los Fondos Líquidos podrán ser invertidos por el Fiduciario, únicamente en los siguientes Activos Financieros, que caigan 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 como categoría 1 por el BCU

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

6. VALUACIÓN DEL PATRIMONIO DEL FIDEICOMISO

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

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 seleccionado 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.

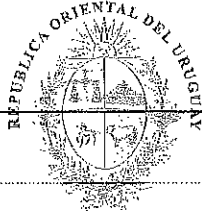
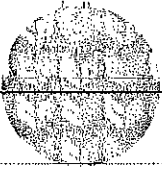
Cada Beneficiario, por la sola adquisición de los Valores, presta su consentimiento para que el Administrador se desempeñe en tal carácter bajo este Contrato y el Contrato de Administración y cumpla las funciones establecidas en el mismo.

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 sus tareas de acuerdo al Plan de Negocios.
- (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 por parte del Fiduciario, 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 arrendamientos, 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 sea mayor en 10% del estimado para el proyecto.
 - Distancia de Montevideo: menor a 450 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%

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



ESC. FLORENCIA TABOAS RIBEIRO - 14606/1

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 y controlar las actividades con las empresas tercerizadas, siendo de cargo del Fideicomiso los costos por la contratación de éstas. De conformidad con la cláusula 34.
 - (d) Gestionar la comercialización de 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 la negociación para 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) Negociar y acordar los contratos de seguros de los bosques.
 - (k) Realizar los controles de ejecución y calidad de los proveedores y terceros que se contraten para desarrollar las actividades.
 - (l) Exigir y cumplir con todas las normativas, leyes, y obligaciones pertinentes al sector y al país.
 - (m) Recorrer los Inmuebles para definir técnicas que aseguren el estado sanitario de los Bosques.
 - (n) Planificar, dirigir la prevención y combate de incendios.
 - (o) Reclamar de los Deudores cualquier suma que éstos deban abonar al Fideicomiso. A estos efectos, el Administrador podrá solicitar al Fiduciario iniciar las acciones que sean necesarias para reclamar dichos pagos.
 - (p) Solicitar que se realicen pagos a cualquier acreedor del Fideicomiso, de acuerdo a lo que se establece en el presente Contrato.
 - (q) Gestionar todas las compras, arrendamientos y contrataciones que resulten necesarias a fin de ejecutar el Plan de Negocios.
 - (r) 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.

- (s) Elaborar los informes trimestrales de gestión de acuerdo a las 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.
- (t) Elaborar reportes trimestrales al Comité de Vigilancia, informando sobre las compras y contratos que existan con empresas Vinculadas al Administrador. En el caso de agroquímicos se deberá detallar: los precios de los mismos, su comparación con otras opciones del mercado y el proveedor.
- (u) Elaborar informes de cosecha y venta de madera para el Comité de Vigilancia, que incluya: una descripción de la operativa a realizar, descripción de estratos a cosechar, datos de inventario, potenciales compradores de la madera, justificación de la asignación de la venta comparando con otras ofertas y una recomendación final incluyendo un análisis de la rentabilidad de la operación. Una vez terminada la cosecha y comercialización de la madera, el Administrador deberá presentar al Comité de Vigilancia un informe que incluya: los resultados obtenidos en cuanto a costos, volúmenes de madera y rentabilidad real.
- (v) Determinar al finalizar cada Cierre de Ejercicio los Fondos Netos Distribuibles e informarlo al Fiduciario para efectuar los pagos que correspondan.
- (w) 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.

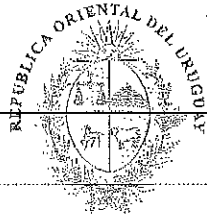
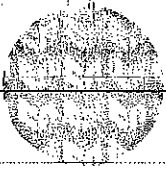
El Administrador informará al Fiduciario a la brevedad posible de cualquier hecho o circunstancia que pudiera afectar adversamente el Patrimonio Fideicomitido y tomará prontamente todas las medidas conservatorias y de defensa que resultaren convenientes y le fueran posibles, sin perjuicio de las que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



ESC. FLORENCIA TABOAS RIBEIRO - 14606/1

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 1 año desde la entrega de los campos por parte de los vendedores. Este mismo criterio aplica a superficies cosechadas que deberán volver a plantarse en un 80% (del área efectivamente plantable) antes de que transcurra 1 año de la cosecha. Este plazo podrá ser mayor en caso que se cuente con la aprobación del Comité de Vigilancia.
 - **Prendimiento:** para el total de la superficie plantada cada año, deberá lograrse un prendimiento mínimo de 80% del stand inicial. Esta evaluación se hará cuatro meses después de terminada la plantación. 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), heladas o granizadas que afecten la plantación; el Administrador no será responsable del incumplimiento de esta meta siempre que los mismos sean comprobables.
- (c) **Cumplimiento del presupuesto anual:** el Administrador deberá ejecutar con un desvío no superior al 25% el Presupuesto Anual presentado al Comité de Vigilancia para dicho año.
 - a. Para este punto el Administrador presentará al Comité de Vigilancia un análisis comparativo entre lo presupuestado y lo ejecutado de acuerdo a la información provista por el Fiduciario.
 - b. No se considerarán factores climáticos extremos o transacciones extraordinarias que impidan la ejecución normal del presupuesto o que requieran gastos adicionales.
 - c. En caso de presentarse situaciones que requieran un cambio al presupuesto, el Administrador deberá presentarlo al Comité de Vigilancia en el trimestre previo a su ejecución para su aprobación.
 - d. En caso de no existir acuerdo con el Comité de Vigilancia respecto a estos cambios, los mismos serán presentados a la Asamblea de Titulares para su resolución.
- (d) **Incremento Medio Anual ("IMA") de los Bosques:** el Administrador deberá lograr que las plantaciones alcancen un IMA, igual o superior a 75% del IMA establecido en la curva de menor crecimiento del modelo de negocio para Eucaliptus Grandis, Dunny y Pino. A efectos de determinar dicho estándar de desempeño, se tomarán en cuenta los siguientes parámetros:
 - Las mediciones del IMA se realizarán a partir del año 5 para el Eucaliptus y 7 para el Pino.

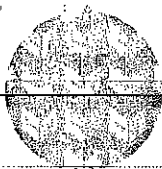
- Los datos de IMA se computarán a los efectos del cumplimiento de este estándar a partir de: a) la cosecha para E. Dunnii; b) el año 10 de plantado el bosque para los Eucaliptus Grandis y c) el año 12 de plantado el bosque para Pino.
- No se tendrán en cuenta para el cálculo del IMA las superficies que:
 - Estén afectadas por enfermedades no atribuibles al manejo del Administrador.
 - Hayan sufrido incendios.
- Para determinar el IMA de cada especie se usará la información que anualmente surge de las parcelas permanentes. La cantidad de parcelas permanentes a instalar para cada estrato y los parámetros a medir serán propuestos por el administrador para aprobación del comité de vigilancia. Se entiende por estrato plantaciones dentro del mismo predio, especie y año de plantación. El tamaño mínimo de estrato para establecer parcelas permanentes será de 100 hectáreas. Las parcelas permanentes deberán ser medidas en su totalidad anualmente. En los campos o lotes donde exista cosecha durante el año que se está evaluando, se utilizarán los volúmenes que surjan de la cosecha para calcular el IMA como complemento a las parcelas permanentes. La medición de las parcelas permanentes será contratada por el Administrador y los resultados se presentarán al Comité de Vigilancia que podrá elegir una muestra para controlar las mediciones si así lo creyera conveniente.

Las curvas de crecimiento consideradas para cada especie son:

E. Grandis

Año	M3/Ha		
	Mínimo	Más Probable	Máximo
5	47.6	60.0	74.3
6	69.0	85.4	103.8
7	97.4	118.9	142.3
8	77.0	92.8	109.5
9	108.6	129.4	151.1
10	135.1	159.5	184.3
11	166.7	192.6	219.0
12	132.1	152.4	173.0
13	167.1	192.7	217.9
14	193.2	222.3	250.8
15	219.8	252.5	284.0
16	251.9	285.4	317.8
17	280.8	318.6	354.6
18	311.0	353.0	392.6
19	343.8	390.5	433.9
20	0.0	0.0	0.0

Primer Raleo	38.5	48.0	57.0	m3/ha
Segundo Raleo	51.5	64.0	76.5	m3/ha



ESC. FLORENCIA TABOAS RIBEIRO - 14606/1

Pino Taeda:

Año	m3/ha		
	Mínimo	Más Probable	Máximo
5	37.1	42.7	49.1
6	51.5	59.2	68.1
7	68.2	78.4	90.2
8	87.1	100.2	115.2
9	107.6	123.7	142.3
10	132.1	151.9	174.6
11	152.3	175.1	201.4
12	175.4	201.7	232.0
13	120.6	138.7	159.4
14	137.2	157.7	179.4
15	153.7	176.7	199.4
16	170.2	195.7	219.4
17	186.7	214.7	239.4
18	203.2	233.7	259.4
19	219.8	252.7	279.4
20	236.3	271.7	299.4
21	0.0	0.0	0.0

Primer Raleo	52.0	63.0	72.0	m3/ha
--------------	------	------	------	-------

E. Dumni:

Año	m3/ha		
	Mínimo	Más Probable	Máximo
1	0.0	0.0	0.0
2	0.7	1.3	2.0
3	9.2	14.0	18.2
4	26.7	37.0	46.0
5	49.4	64.8	79.3
6	74.1	94.2	114.3
7	98.9	122.9	148.7
8	122.7	150.1	181.2
9	144.7	175.0	211.0
10	164.7	197.4	237.9

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 auditorías operativas se deberán realizar semestralmente durante los primeros 3 años y posteriormente en forma anual.

Una vez entregados los reportes de las auditorías 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

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 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.

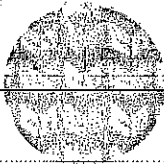
El Administrador continuará percibiendo la retribución fija prevista hasta que se haga efectiva su renuncia. Si la renuncia ocurriera dentro de los 8 primeros años del Proyecto, el Administrador no tendrá derecho a cobrar Performance Fee, mientras que si la renuncia ocurre a partir del año 9, se pagará 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 REMOCION DEL ADMINISTRADOR

13.1. 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



ESC. FLORENCIA TABOAS RIBEIRO - 14606/1

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 (incluyendo el caso que el Sr. Francisco Bonino dejara de cumplir funciones en la gerencia 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, ii) 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.
- (i) Incumplimientos del Administrador a sus obligaciones como administrador de otros fideicomisos financieros de oferta pública existentes, siempre que dichos incumplimientos sean consecuencia de actuaciones de mala fe del Administrador en dichos fideicomisos.

- (j) Baja en la calificación de riesgo por debajo del grado inversor, que sea consecuencia de una mala gestión del Administrador, lo cual deberá quedar debidamente documentado en el Informe de Calificación, y siempre que el Comité de Vigilancia también emita un informe confirmando que existió mala gestión del Administrador.

El Administrador se obliga a informar al Fiduciario, en forma fehaciente, a más tardar al tercer Día Hábil siguiente al de haber tomado conocimiento por cualquier medio, el acaecimiento de cualquiera de las situaciones antes detalladas. 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 con un mínimo de US\$ 5.000.000 (Dólares cinco millones). 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 periodo 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 periodo original para cobrar el monto sin descuento.

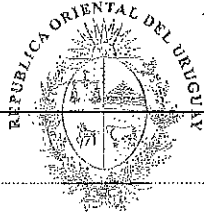
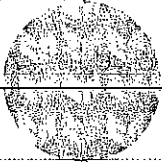
Las variables a ajustar serán las siguientes:

- 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 2.56% 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



ESC. FLORENCIA TABOAS RIBEIRO - 14606/1

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.

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: (i) 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. (ii) contratar a AF Maderas S.A. para la gestión de ventas hacia el exterior, siempre que se cuente con la aprobación previa del Comité de Vigilancia, quien deberá: (a) verificar que la contratación permita obtener mejores condiciones que las que se obtengan en el mercado

local, (b) comparar con otras alternativas del mercado, y (c) analizar la información que provea la contratada sobre los costos relacionados a la operación (modalidad "open book").

- (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 nuevos 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.

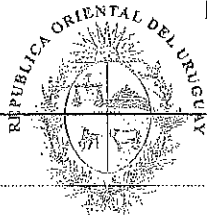
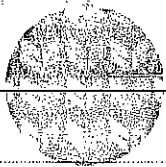
Estarán exceptuadas de lo previsto en este literal la participación del Administrador en los Fideicomisos Financieros Bosques del Uruguay I y II.

- (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\$ 190.000.000 (Dólares ciento noventa 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:



PAPEL NOTARIAL DE ACTUACIÓN

Fg N° 151359



ESC. FLORENCIA TABOAS RIBEIRO - 14606/1

Títulos a emitirse: Certificados de Participación

Monto: Hasta US\$ 190.000.000

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.

En la primer etapa del fideicomiso año (0 a 3), si bien habrán disponibilidades al cierre de cada balance, estos serán destinados al financiamiento del emprendimiento. Por lo tanto, en esta etapa no habrá fondos a distribuir porque las disponibilidades deberán cubrir futuros gastos e inversiones.

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 la totalidad del importe de la Emisión, 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 serán realizadas en la o las bolsas de valores que el Fiduciario designe, 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

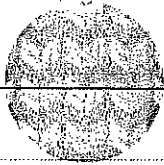
La integración de los Valores así como la distribución de los mismos entre los inversores, en caso de recibirse suscripciones por montos mayores al ofrecido se realizará de acuerdo a lo que será establecido por el Fiduciario en el Prospecto. La distribución de los Valores entre los inversores, en caso 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\$ 1.900.000 (Dólares un millón novecientos 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\$ 40.000 más IVA;



ESC. FLORENCIA TABOAS RIBEIRO - 14606/1

- (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\$ 6.800 más IVA; y
- (f) el reembolso al Administrador de los gastos incurridos en cartografía, inventarios, visitas a campos, verificaciones legales, Dinama y Dirección Forestal por un monto de US\$ 53.536 más IVA.
- (g) 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.

La Entidad Registrante podrá solicitar a los Titulares y estos a su vez se obligan a proporcionar toda la información y documentación necesaria a los efectos de realizar un debido conocimiento del cliente y dar cumplimiento a la regulación en materia de prevención de Lavado de Activos y Financiamiento del Terrorismo.

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 fideicomiso, 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; o (iii) no se concretara la compra del activo forestal que se encuentra bajo evaluación.

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 Fideicomitados 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.

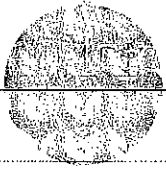
En cualquier caso la liquidación del Fideicomiso se realizará en forma privada de acuerdo a lo establecido por la Ley.

Todos los fondos que sean distribuidos entre los Beneficiarios serán siempre distribuidos a pro rata de su participación en el Fideicomiso.

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.
- (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 fideicomitados, 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 fideicomitados.



ESC. FLORENCIA TABOAS RIBEIRO - 14606/1

- (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).
- (p) Abonar a los Beneficiarios las utilidades del Fideicomiso.

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 recomendaciones que haga 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 recomendaciones 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 graves o dolosos realizados por él 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 fideicomitados.
- (d) Realizar operaciones, actos o contratos con los bienes fideicomitados, 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 fideicomitados 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.

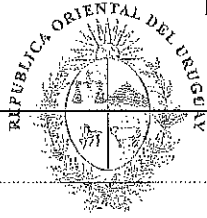
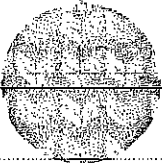
El Fiduciario será responsable por las tareas, correspondientes a su función, que subcontrate, todas las cuales son a su costo.

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 establecidos en la cláusula 29 de este Contrato.
- (e) Por su sustitución de acuerdo a los términos establecidos en la cláusula 30 de este Contrato.
- (f) Por remoción judicial, en caso de incumplimiento de las obligaciones impuestas por la ley o



ESC. FLORENCIA TABOAS RIBEIRO - 14806/1

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 fideicomitado.

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 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 envíaran la notificación comunicando el nombramiento del fiduciario sucesor dentro del referido plazo de 60 días, el Fiduciario pondrá el patrimonio del Fideicomiso a disposición de la Asamblea de Titulares.

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.

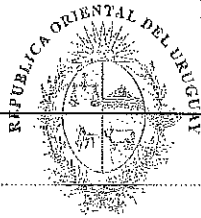
Prueba de la decisión adoptada por los Titulares: La suscripción de cualquier instrumento por parte de un Titular o de su apoderado se podrá probar por cualquier medio satisfactorio para la Entidad Representante y el Fiduciario.

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.



ESC. FLORENCIA TABOAS RIBEIRO - 14606/1

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.

3.1.3 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, ni tendrán derecho a voto 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 uno o más Titulares, cuyos Valores representen un valor nominal superior al 50% (cincuenta por ciento) del total de Valores emitidos y con derecho a voto, 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

quorum 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 quorum 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 incumplimiento 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

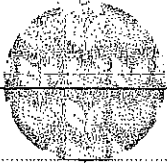
La Asamblea tendrá competencia para adoptar resolución sobre cualquier asunto contenido en el orden del día.

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 y con derecho a voto, 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 descrito 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



ESC. FLORENCIA TABOAS RIBEIRO - 14606/1

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) 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;
- (f) Contratar los servicios necesarios para el cumplimiento de sus funciones, los cuales serán de su cargo y comprendidos en su remuneración.
- (g) 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.
- (h) Revisar los resultados de todas las auditorías que se practiquen.
- (i) 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.
- (j) 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.
- (k) 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.

- (l) Analizar los informes que elabore el Administrador respecto a compras y contratos con Vinculadas al Administrador y sobre cosechas y ventas de madera.
- (m) Analizar, evaluar y dar las aprobaciones cuando corresponda, respecto a los estándares mínimos de desempeño del Administrador de acuerdo a lo establecido en la cláusula 10 de este Contrato.
- (n) Emitir un Informe con su opinión respecto a la actuación del Administrador en caso de baja en la calificación de riesgo por debajo del grado inversor, que sea consecuencia de una mala gestión del Administrador.
- (o) Analizar y realizar las observaciones que entienda correspondientes respecto a la información que le presente el Administrador con relación a la compra de productos agroquímicos a La Novillada S.A.
- (p) Aprobar la contratación de AF Maderas S.A. para la gestión de ventas hacia el exterior, de acuerdo a lo establecido en el artículo 15 de este Contrato.
- (q) Autorizar el pago de comisiones inmobiliarias por encima de US\$ 50 por hectárea.

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.

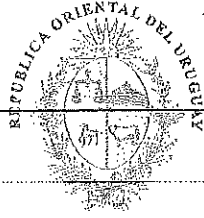
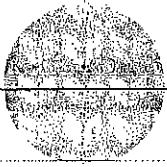
La actuación del Comité de Vigilancia no eximirá al Administrador o al Fiduciario de su responsabilidad por su actuación.

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 en archivo magnético:

- 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.



ESC. FLORENCIA TABOAS RIBEIRO - 14606/1

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 ante 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

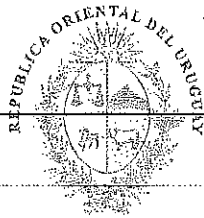
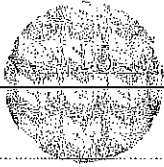
En compensación por los servicios que el Fiduciario se obliga a prestar por el presente Contrato por la administración del presente Fideicomiso, el Fiduciario percibirá US\$ 14.000 (Dólares estadounidenses catorce mil) por mes, que serán pagados dentro de los primeros 10 días de cada mes.

Estos honorarios se ajustarán anualmente de acuerdo a la variación del IPC de los Estados Unidos de América

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.



ESC. FLORENCIA TABOAS RIBEIRO - 14606/1

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 de US\$ 1.653.000 (un millón seiscientos cincuenta y tres mil) ajustada según paramétrica de conformidad con lo establecido a continuación; 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.

Esta retribución se ajustará en forma anual según una paramétrica que recoge la variación anual en el precio de las siguientes insumos y/o índices: precio del dólar billete interbancario, precio del gasoil, Índice Medio de Salarios (IMS) e Índice de Precios al Consumo (IPC) anual de acuerdo a la forma siguiente:

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

El precio de los insumos y el valor de los índices serán los informados por el Instituto Nacional de Estadísticas.

El monto de la retribución, una vez ajustado por la paramétrica no podrá ser mayor al 1.5% del valor resultante de la valuación anual del Fideicomiso vigente al momento del ajuste.

- (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\$ 190.000.000) 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 al año 20 o antes si el Fideicomiso se liquida previamente.

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 Fideicomitados, 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 Fideicomitados, 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 o el Contrato de Administración; (ii) la información provista por el Administrador en el Prospecto; (iii) la falta de entrega en debido tiempo y forma de la información que el Administrador deba entregar al Fiduciario conforme el presente Contrato, (iv) de la existencia de cualquier error, omisión o falsedad en la mencionada información entregada al Fiduciario, (v) de cualquier pago a terceros fundado en el incumplimiento de obligaciones asumidas por el Administrador; salvo respecto de cualquiera de los supuestos indicados en este párrafo que sean causados por dolo o culpa grave del Fiduciario, sus empleados o representantes.

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

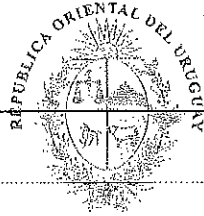
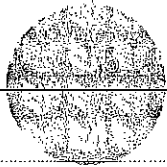
38. INDEMNIDAD DEL ADMINISTRADOR

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

El 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



ESC. FLORENCIA TABOAS RIBEIRO - 14606/1

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

La Reserva para Contingencias será fondeada en cualquier momento y, sin perjuicio del orden de aplicación de fondos acordado en este Contrato, con importes provenientes de Fondos Líquidos. El Fiduciario 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 provisiones 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.

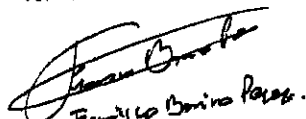
Los costos que se generen por dicha inscripción serán de cargo del Fideicomiso.

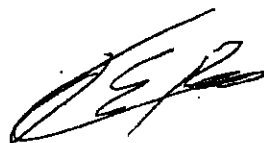
45. CERTIFICACIÓN DE FIRMAS

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.

Por el ADMINISTRADOR.


Francisco Benito Pérez.

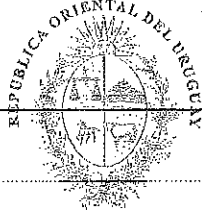
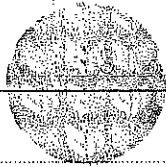




Sigue a: Papel Notarial de Actuación
Sede FG N° 151277



FLORENCIA TABOAS RIBEIRO
ESCRIBANA



ESC. FLORENCIA TABOAS RIBEIRO - 14606/1

ANEXO AL CONTRATO DE FIDEICOMISO

PLAN DE NEGOCIO DEL PROYECTO

1. CARACTERIZACION DEL PROYECTO

El objetivo general del presente Fideicomiso es desarrollar en forma sustentable un proyecto para la explotación sostenible de bosques de Eucalyptus y Pinos, certificadas con la norma FSC O PEFC, 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 proyecto se basa en la adquisición y/o arrendamiento de campos mayoritariamente forestados o a forestar. Se estima que con el monto de la emisión establecida será posible adquirir y/o arrendar una superficie aproximada de 47,000 hectáreas de las cuales el 60% a 65% se encuentren forestadas con alguna de las especies comerciales de mayor implantación en el Uruguay, a saber Eucalyptus sp. y Pino sp. idealmente las plantaciones deberían encontrarse a mitad de su ciclo productivo.

La ubicación preferente de las plantaciones es en la zona 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.

Los ingresos del proyecto provienen de la venta de madera, venta de la tierra y bosques en ple al final del proyecto, ingresos por pastoreo, e ingresos por venta de certificados de carbono. Se estima una facturación total durante el ciclo de vida del proyecto de US\$ 1.3 a US\$ 1.6 billones.

En virtud del alcance del proyecto, se estima una inversión con duración aproximada de 20 años.

2. DESCRIPCION DEL PROYECTO EN ESTUDIO

Al momento de la presentación de este documento se está completando la evaluación de un activo forestal compuesto por 47,281 hectáreas, de las cuales 14,398 hectáreas se encuentran forestadas con Eucalyptus y 16,968 hectáreas se encuentran forestadas con Pino, lo cual arroja un aprovechamiento del 66%.

De este patrimonio forestal y de las nuevas plantaciones que se realizarán se proyecta una cosecha total de unos 10.4 millones de m³ de madera de Eucalyptus y Pino con destino a pulpa y aserrío. La cosecha final tendrá lugar sobre el inicio del tercio final de vida del proyecto.

A medida que se registren las cosechas se establecerá una plantación eficiente y de alta calidad de las especies Eucalyptus Grandis (60% aproximadamente) y Eucalyptus Dunnil (40% 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, i.e. aserrío y celulosa.

AS *11* *12*

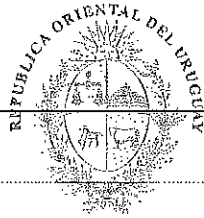
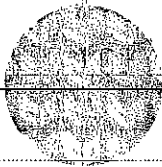
Los ingresos del proyecto provienen de la venta de madera, venta de la tierra y bosques en pie al final del proyecto, ingresos por pastoreo, e ingresos por venta de certificados de carbono. La facturación estimada durante el ciclo del proyecto es de US\$ 1,394 millones. El 78% de las ventas totales del proyecto corresponden a la venta de madera y bosques en pie.

UBICACIÓN DEL PROYECTO

Ubicación del proyecto es en la zona centro-este del país: en el norte de Florida, Cerro Largo, Rocha, Treinta y Tres y Lavalleja

Ubicación de los campos a adquirir por Bosques del Uruguay 3





ESC. FLORENCIA TABOAS RIBEIRO - 14606/1

USO DE LA TIERRA

	Uso actual	
	Hectáreas	%
Pino sp.	16,907	54%
Eucalyptus Gobulus (rebrote)	2,621	8%
Eucalyptus Globulus	3,862	12%
Eucalyptus Globulus (vendido y a cortar en 2017)	1,783	6%
Eucalyptus Dunnii	3,998	13%
Eucalyptus Maidenl	1,365	4%
Otros Eucalyptus (colorado)	37	0%
Zonas ganaderas (suelos no forestales)	792	3%
<i>Subtotal zona productiva</i>	31,365	66%
Camineria, cortafuegos, edificaciones	1,532	3%
Monte nativo	2,383	5%
Costas cursos agua	9,018	19%
Zonas afloramientos rocosos	2,983	6%
TOTAL	47,281	100%

ESPECIES PLANTADAS y DISTRIBUCION DE EDADES

Distribución por especie y edad de los bosques en el proyecto a estudio (Fideicomiso Bosques del Uruguay 3)

Edad	Eucalyptus Gobulus (rebrote)	Eucalyptus Globulus	Eucalyptus Globulus (*)	Eucalyptus Dunnii	Eucalyptus Maidenl	Pino
2	522			290		
3	865			2,067		340
4				309		654
5	473			758	319	2,506
6	667	522			241	3,536
7		1,690			386	2,421
8		2,275			290	5,778
9	97	97	1,783			1,626

(*) Vendido y a cortar en 2017

MANEJO SILVICULTURAL, CRECIMIENTO y PRODUCCION ESTIMADOS.

Eucalyptus

- La plantación fue realizada con una densidad de 1,250 plantas por hectárea.
- El crecimiento esperado para el Eucalyptus Globulus es de 7 a 14 m³/ha/año.
- El crecimiento esperado para el Eucalyptus Dunii y Eucalyptus Maidenii es de 22 a 27 m³/ha/año.
- La cosecha final de ambos se realiza a los 9 a 10 años de plantado
- Se estima que la plantación existente producirá unos 1.6 millones de m³ en los próximos 10 años.

Pino

- La plantación fue realizada con una densidad inicial de 1,000 plantas por hectárea.
- El objetivo es llegar a una densidad final de 350 plantas por hectárea al momento de la tala rasa.
- A los 5/6 años se realiza un raleo a desecho, quedando la plantación con una densidad de 600 plantas por hectárea.
- A los 12 años se realiza un raleo comercial y se baja la densidad a 350 plantas por hectárea. Este raleo tendrá una producción estimada de 50 a 70 m³ por hectárea.
- El crecimiento esperado para el Pino es de 16 a 19 m³/ha/año.
- La cosecha final se realiza entre los 20 y 22 años de plantado.
- Se estima que al final del turno la producción será de 315 a 370 m³ por hectárea.
- Se anticipa que la plantación existente producirá unos 6.6 millones de m³ a turno final.

FLUJO ESPERADO DE EXTRACCION DE MADERA

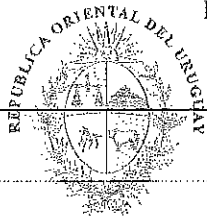
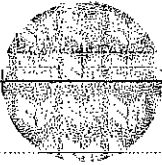
Durante el ciclo del proyecto se estima una producción de 10.4 millones de m³, a saber:

i. Extracción de madera de bosques existentes al momento de adquisición del proyecto, 7.6 millones de m³:

1.37 millones de m³ de E. Dunii, Maidenii y Globulus, con destino a pulpa
6.2 millones de m³ de Pino con destino a aserrío

ii. Extracción de madera de bosques plantados luego de la adquisición del proyecto, 2.8 millones de m³:

2.2 millones de m³ de E. Dunii y E. Grandis con destino a pulpa
559 mil m³ de E. Grandis con destino a aserrío

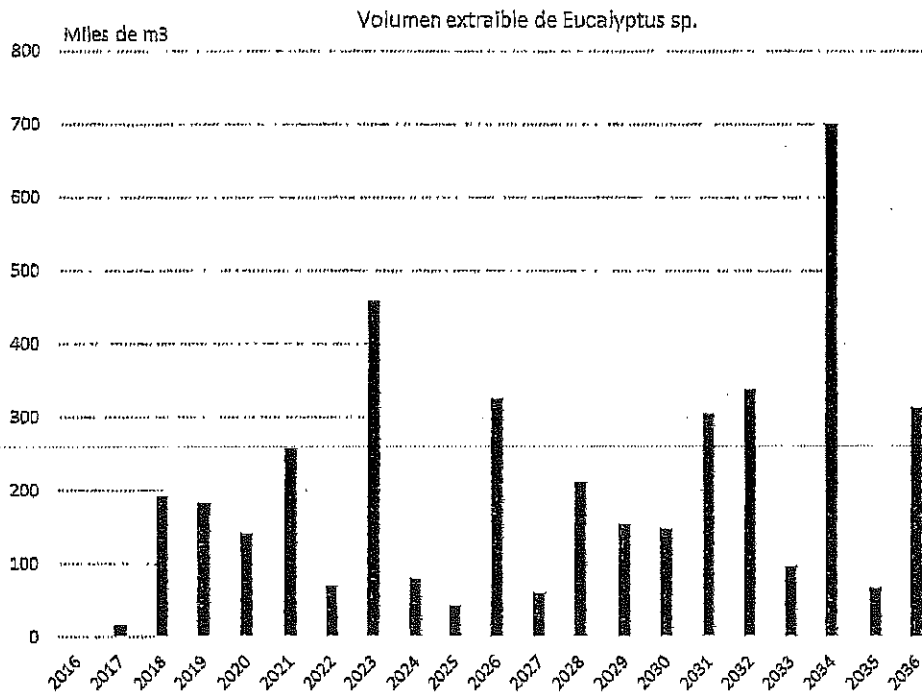


PAPEL NOTARIAL DE ACTUACIÓN

Fg N° 151370

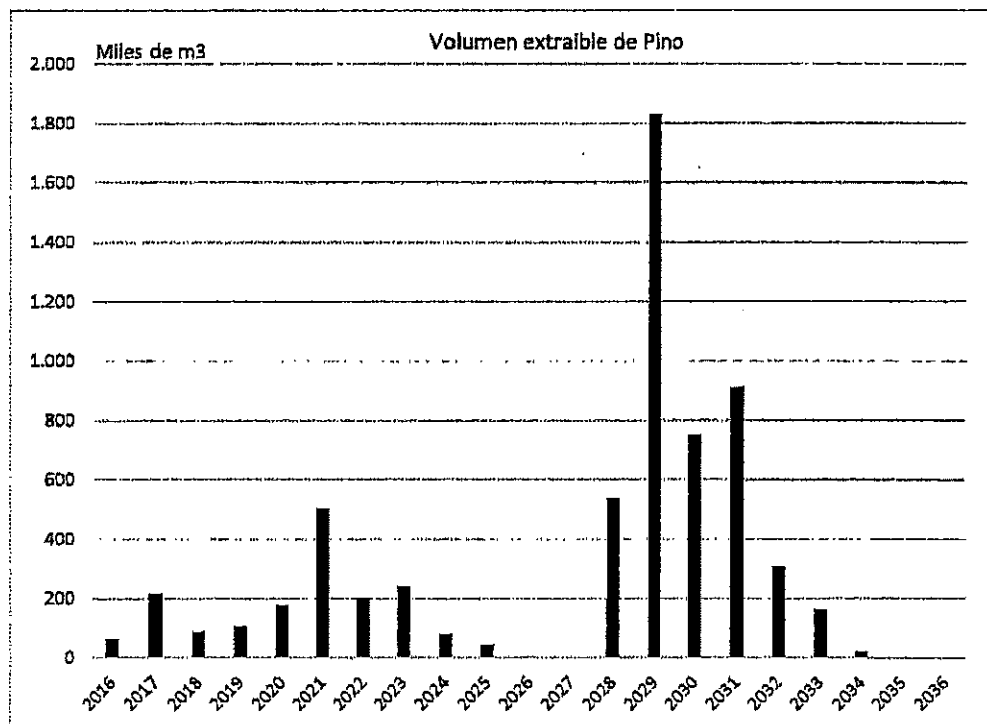


ESC. FLORENCIA TABOAS RIBEIRO - 14606/1



[Handwritten signatures]

4



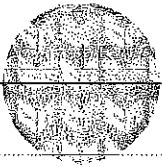
CARACTERÍSTICAS DE LAS ESPECIES A PLANTAR

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



ESC. FLORENCIA TABOAS RIBEIRO - 14606/1

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 m³/año en varios países, con ciclos menores a 10 años. Su rendimiento pulpable es superior al de Eucalyptus Grandis con lo cual se vuelve la especie más plantada por las empresas enfocadas a la producción de celulosa en Uruguay.

Pino Taeda

Es una especie arbórea de la familia de las pináceas, género Pinus, originaria del sudeste estadounidense. Las coníferas en general, y los pinos en particular, han sido tradicionalmente considerados poco exigentes en sus requerimientos de nutrientes y fertilidad del suelo.

Dentro del género Pinus, la especie de uso más difundido en Uruguay es Pinus Taeda, contando actualmente con cerca de 256 mil hectáreas plantadas ubicadas principalmente en los departamentos de Rivera (44%), Tacuarembó (27%) y Paysandú (11%), principalmente asociados a suelos 7. La madera de P. Taeda es ampliamente conocida en los mercados internacionales por presentar buenas propiedades tecnológicas. El principal destino de P. Taeda en Uruguay es la obtención de productos de madera sólida mediante el procesamiento industrial de la madera.

PRODUCCIÓN Y CICLO DE VIDA DE LA PLANTACIÓN

El ciclo de vida de los árboles es de 9 años para el E. Dunnii, Maidenii y Globulus y de 18 años para el E. Grandis. En el caso del Pino el ciclo de vida es de 20-22 años.

El proyecto tendrá una duración de 20 años, lo que alcanzara para completar un ciclo de vida en las plantaciones de E. Grandis y Pino y de dos ciclos productivos para el E. Dunnii, Maidenii y Globulus.

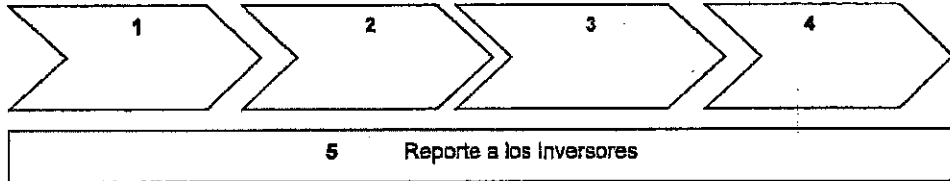
En el caso del proyecto en estudio las plantaciones se encuentran en distintas etapas de su ciclo productivo

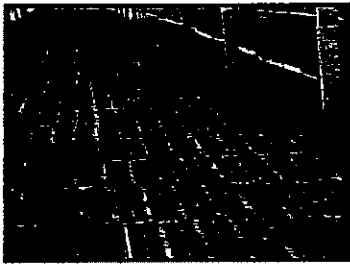

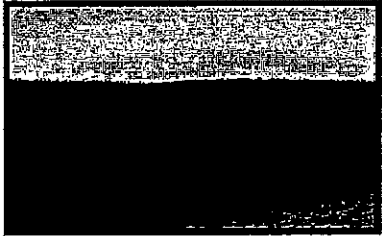

El manejo de las distintas especies plantaciones es diferente, comenzando con la elección de los suelos, hasta las técnicas de manejo y silvicultura, selección de material genético, cuidado de la plantación y trabajos de podas.

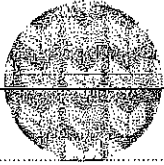
El proyecto prevé una cosecha de 10.4 millones de m³ de madera en total, de los cuales el 56% es con destino a aserrío. Esta madera provendrá de las cosechas finales de Pino y E. Grandis. La madera para pulpa provendrá de los releos de E. Grandis y de la tala rasa de los montes de E. Dunnii, Maidenii y Globulus.

A continuación se describen las principales fases del proyecto.


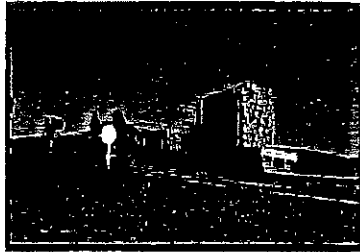
Flujo de actividades físicas del proyecto



<p>Año 0 y 1</p>		
<p>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.</p>		
<p>Año 2</p>		
<p>Se realizan aplicaciones de control de malezas y de hormigas.</p>		
<p>Año 3 a 14</p>		
<p>La tasa de crecimiento aumenta, y se llevan adelante actividades de control y mantenimiento forestal. En estos años se realizan los raleos a desecho tanto en E Grandis (año 4) como en Pino (año 7) También durante estos años se realizan las podas con el objetivo de obtener trozas de 5.5 mts libre de nudos En el caso del Eucalyptus Grandis se realizan raleos en el año 7 y año 11. El raleo de Pino se realiza en el año 12.</p>		



ESC. FLORENCIA TABOAS RIBEIRO - 14606/1

<p>Año 9, 18 y 20 a 22</p>		
<p>Cosecha final para el E. Dunnii se realiza en el año 9 y para el E. Grandis en el año 18. Se realizan operaciones de manejo de rebrotes para el segundo ciclo en el caso del E. dunnii. El Pino tiene su cosecha final en el año 20 a 22.</p>		

SELECCIÓN DE LOS INMUEBLES RURALES

Como se mencionara más arriba (Apartado IV) se está llevando adelante el *due diligence* sobre 47 mil hectáreas forestadas. En el presente caso se trata de un conjunto de establecimientos que forman parte de un paquete que debe evaluarse en su conjunto y no de establecimientos aislados que se van sumando, sujeto a ciertas condicionantes, para formar un patrimonio. En igual sentido el patrimonio bajo estudio ya está forestado lo que agrega nuevos parámetros a ser evaluados.

El proceso de análisis se realizó de macro a micro, de general a particular, a saber:

1. El proyecto en estudio está ubicado en la zona centro-este del país: en el norte de Florida, Cerro Largo, Rocha, Treinta y Tres y Lavalleja. Esto cumple con los objetivos generales del proyecto en cuanto a ubicación.
2. El 83 % de la superficie está compuesta por suelos de prioridad forestal y el aprovechamiento es del 64%; ambos parámetros están dentro de los objetivos buscados. La calidad de los suelos en general es buena, con profundidades adecuadas para lograr un buen crecimiento de los árboles.
3. La ubicación de todos los predios desde el punto de vista de acceso a mercados es buena en general, con distancias aceptables a los distintos mercados (310 km promedio ponderado)
4. El análisis de la rentabilidad de la inversión para el conjunto de los predios en las condiciones actuales y asumiendo que no se realiza ninguna intervención para mejorar la productividad se ubica dentro de los márgenes aceptados de rentabilidad a largo plazo, respaldada por el retorno de las operaciones inmobiliarias y forestales
 - Al cierre del proyecto el ingreso total estimado por ventas corresponderá en un 70% a 80% a la venta de madera y/o bosques en pie, un 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 relación retorno-riesgo es muy adecuada ya que al estar todos los bosques implantados (mediana ponderada de edad es de 5 años) se reduce significativamente el riesgo de pérdidas
 - La distribución de edades de las plantaciones asegura un flujo de caja a los largo de todo el proyecto
 - Existen ventajas impositivas importantes ya que las 2/3 parte del proyecto están orientada a madera de aserrío.
 - Todas las plantaciones han sido ya certificadas bajo la certificación FSC.
5. Durante el proceso se visitaron todos los establecimientos y se realizó una exhaustiva revisión de

1

las condiciones y características de cada uno de ellos siguiendo el mismo protocolo. Los cuatro ejes sobre los que se realizó la evaluación de cada establecimiento, apoyada en una detallada cartografía de cada uno, fueron:

- **Locación:** ubicación, accesos, distancia a ruta, a centros poblados, a planta y a otros establecimientos
- **Topografía y suelos:** medidas hipsométricas, pendientes, cursos de agua, suelos: tipo, calidad, profundidad etc.
- **Bosques:** superficie, edad, tipo y especie, manejo silvicultural, estimación inventario existente y comparación con último inventario disponible
- **Infraestructura:** casa habitación, galpones, instalaciones para trabajo con ganado bovino y ovino, alambrados, represas y tajamares, luz eléctrica, etc
- Las variables antes mencionadas se evaluaron a través de un modelo que permite obtener la Tasa Interna de Retorno de todo el proyecto.

En base al estudio predial se determinaron las mejores estrategias de intervención a nivel macro y analizo nuevamente la rentabilidad de la inversión para el conjunto de los predios. Los resultados obtenidos marcan una mejora respecto de la no intervención.

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 performance 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\$ 1.179 y US\$ 1.249 por hectárea para E. Grandis y E. Dunnii respectivamente. Para el Pino se estima un costo de implantación de US\$ 1,238.

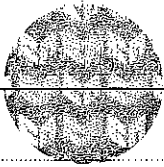
Costos estimados de plantación para E. dunnii, E. grandis y Pino (US\$/ha)

	E. Grandis	E. Dunnii	Pino
Laboreos	809.3	809.3	869.9
Herbicidas y Hormiguicida	98.6	100.6	92
Fertilizantes	45	55	4
Plantines	160	210	161.7
Otros	67	75	70
Total	1,179.9	1,249.9	1,238.6

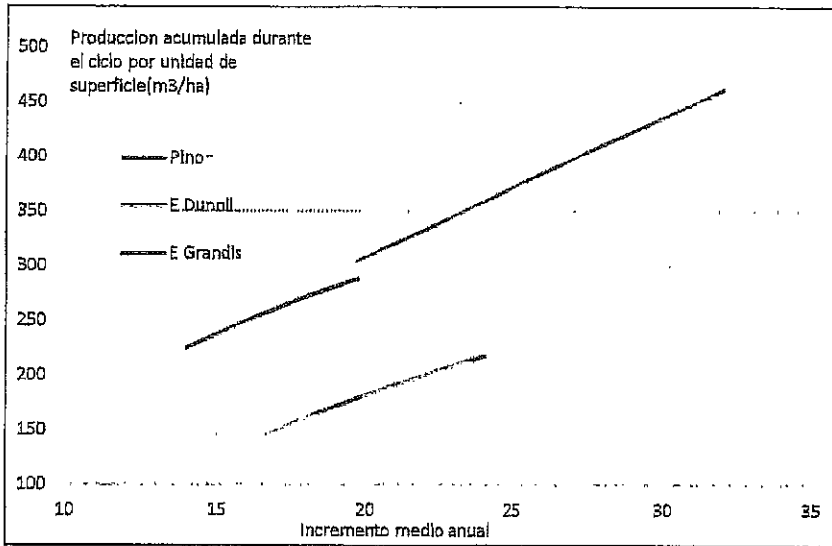
CRECIMIENTO

Se han modelado curvas de crecimiento para ambas especies según diferentes Incrementos Medios Anuales (IMAs).

Producción de madera por hectárea de E. grandis, E. dunnii y Pino según diferentes IMAs

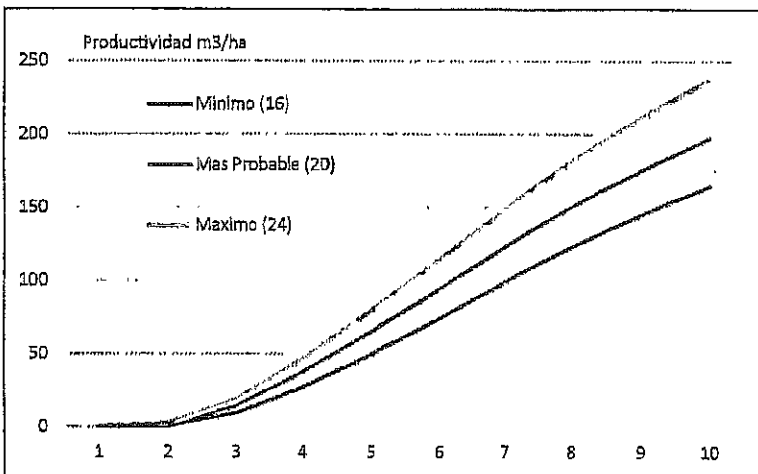


ESC. FLORENCIA TABOAS RIBEIRO - 14606/1



En el E. Grandis y el Pino el objetivo es lograr madera sin defectos, sin nudos, con lo cual los raleos dejarán los mejores árboles, i.e. mayor diámetro, para el turno final. Se hará en este caso una silvicultura intensiva.

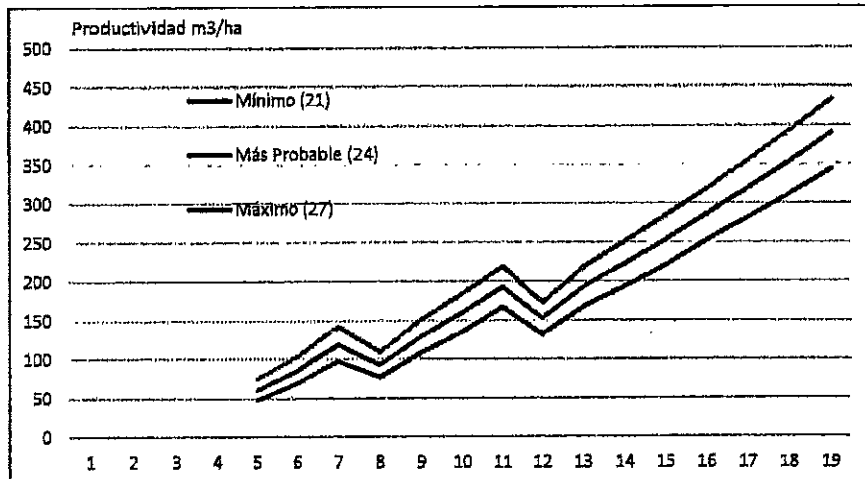
Evolución del volumen por hectárea para E. Dunnii según diferente IMA (m³/ha/año) para Bosques del Uruguay 3



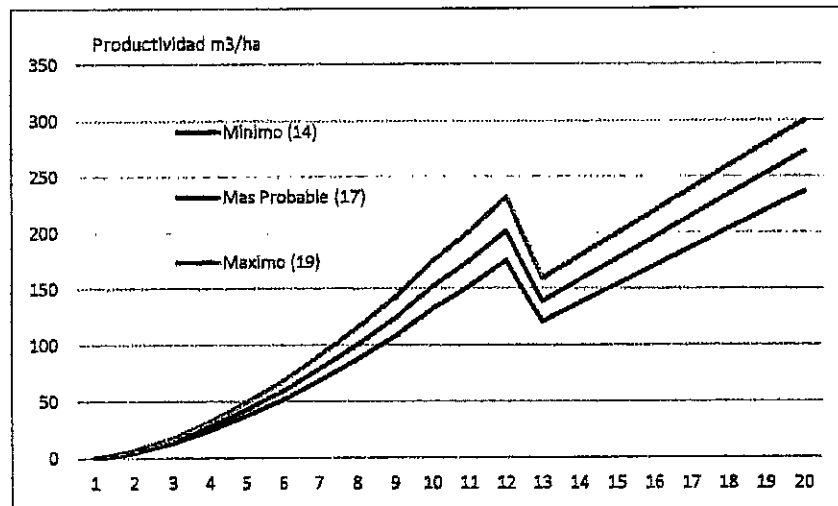
Evolución del volumen por hectárea para E. Grandis según diferente IMA (m³/ha/año) para Bosques del Uruguay 3

[Handwritten signature]

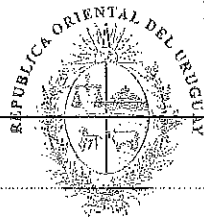
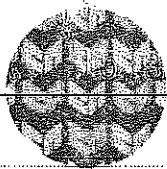
[Handwritten mark]



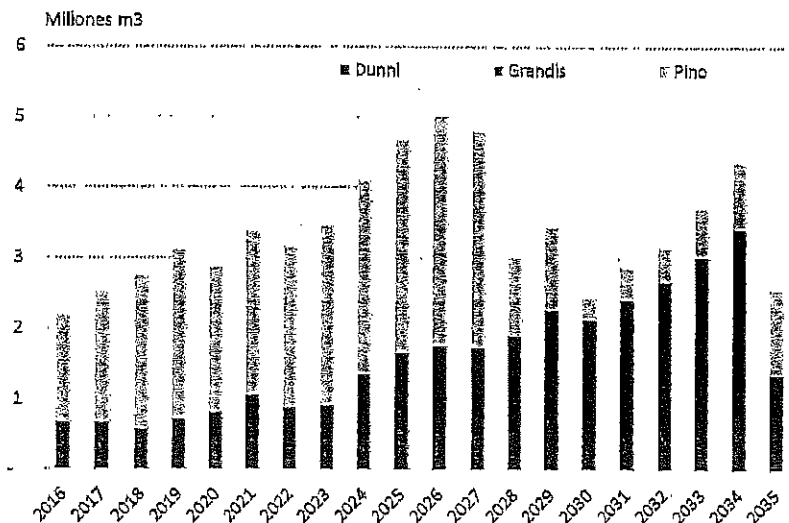
Evolución del volumen por hectárea para Pino según diferente IMA (m3/ha/año) para Bosques del Uruguay 3



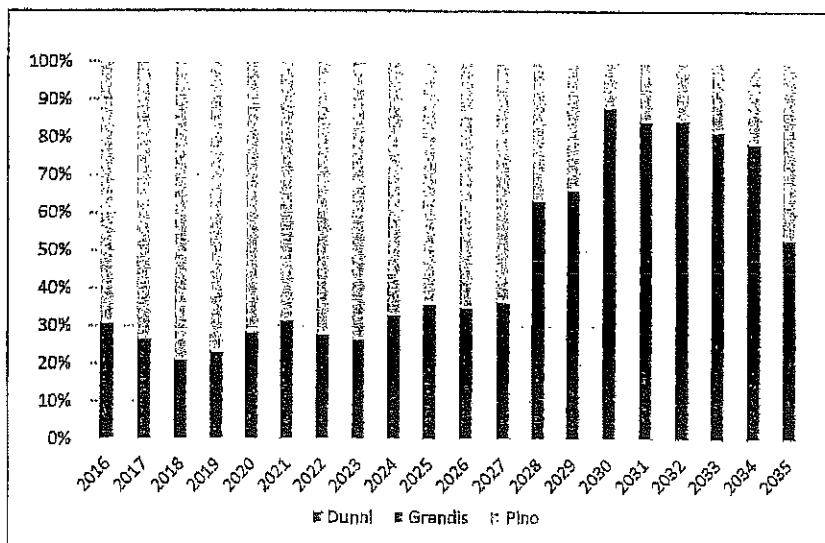
Evolución del volumen de madera acumulada a lo largo del proyecto Bosques del Uruguay



ESC. FLORENCIA TABOAS RIBEIRO - 14606/1



Participación por especie en el volumen de madera acumulada a lo largo del proyecto Bosques del Uruguay



Handwritten signature and initials.

Handwritten mark or signature.

SILVICULTURA

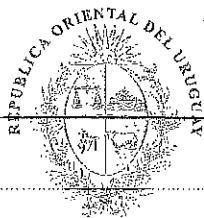
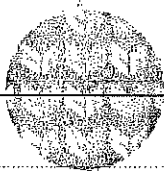
Las plantaciones con destino a la producción de madera para aserrío requieren de una silvicultura más intensiva que aquellas destinadas a la producción de madera para pulpa de celulosa, ya que son necesarios varios tratamientos intermedios de poda y raleo a lo largo del turno del cultivo.

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	Pino
1	Control Malezas y hormigas	Control Malezas y hormigas	
2		Raleo desecho, Poda Nº 1 hasta 3m (550 árboles) y control de tocones	
3		Poda Nº 2 hasta 5.5 m, (350 arb/ha)	
4		Poda Nº 3 - 8m, (250 arb/ha)	Raleo desecho, Poda Nº 1 hasta 2.5 m (550 árboles/ha)
5		Poda Nº 4 hasta 10.5m, 250 arb/ha (solo mejores sitios)	
6			Poda Nº 2 hasta 4.5 m (300 arb/ha)
7		Control Tocones + Inv. Precosecha.	
8			Poda Nº 3 - 6.5 m (300 arb/ha)
9	Inventario Precosecha + Control de Hormigas		
10	Manejo de rebrotes + Control de Malezas		
12		Control Tocones + Inv. Precosecha.	Inv. Precosecha.
18	Inventario Precosecha + Control de Hormigas	Control Tocones+ Inv. Precosecha	
20			Inv. Precosecha.

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.

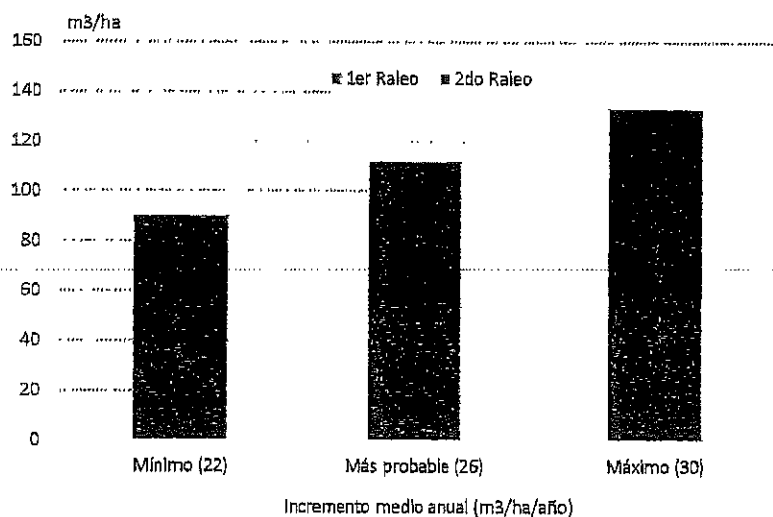


ESC. FLORENCIA TABOAS RIBEIRO - 14606/1

Para el E. Grandis se prevén 3 raleos (año 2, 7 y 11). En el raleo del E. Grandis en el año 7 toda la producción es para pulpa. En el raleo del año 11, aproximadamente un 40% de la producción es madera para aserrío y el 60% restante es para pulpa. Para el proyecto se usará un IMA de 26 m³ por hectárea por año, lo cual arroja unos 112 m³/ha de madera de raleos.

Para el Pino se realizara un raleo en el año 12. La madera producida se destinara a aserrío.

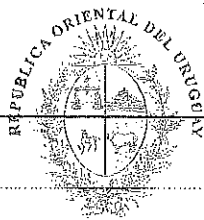
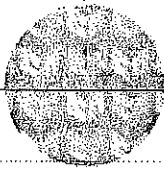
Madera producida an 2º y 3º raleo en E. Grandis según diferentes IMAs



Curvas de crecimiento y producción extraíble de madera

Edad	PINO			E. GRANDIS			E. DUNNII		
	Mínimo	Más Probable	Máximo	Mínimo	Más Probable	Máximo	Mínimo	Más Probable	Máximo
	m³/hectárea								
1	0.0	0.00	0.00				-	-	-
2	4.5	5.23	6.01				0.70	1.30	2.00
3	12.9	14.81	17.03				9.20	14.00	18.20
4		27.88	32.06				26.70	37.00	46.00
5		42.69	49.10	47.61	59.97	74.31	49.40	64.80	79.30
6		59.25	68.13	68.99	85.39	103.80	74.10	94.20	114.30

7		78.41	90.18	97.41	118.87	142.30	98.90	122.90	148.70
8		100.20	115.22	<u>76.98</u>	<u>92.76</u>	<u>109.61</u>	122.70	150.10	181.20
9		123.72	142.28	108.58	129.44	151.07	144.70	175.00	211.00
10		151.86	174.64	135.14	159.50	184.25	164.70	197.40	237.90
11		175.12	201.39	166.70	192.61	218.98	0.70	1.30	2.00
12		201.74	232.00	<u>132.06</u>	<u>152.43</u>	<u>172.95</u>	9.20	14.00	18.20
13		<u>138.74</u>	<u>159.40</u>	167.07	192.66	217.89	26.70	37.00	46.00
14		157.74	179.40	193.19	222.32	250.81	49.40	64.80	79.30
15		176.74	199.40	219.81	252.54	283.97	74.10	94.20	114.30
16		195.74	219.40	251.94	285.45	317.82	98.90	122.90	148.70
17		214.74	239.40	280.78	318.61	354.60	122.70	150.10	181.20
18		233.74	259.40	310.96	352.98	392.64	144.70	175.00	211.00



ESC. FLORENCIA TABOAS RIBEIRO - 14606/1

19	252.74	279.40	343.85	390.49	433.87	164.70	197.40	237.90	
20	271.74	299.40							
IMA	15.81	16.74	18.60	22.84	26.45	29.86	18.30	21.93	26.43
Producción extraíble (m ³ /hectárea)									
1er Raleo	52.00	63.00	72.60	38.53	48.00	56.99			
2do Raleo				51.51	64.00	76.49			
Cosecha final	236.3	271.74	299.40	343.85	390.49	433.87			
Total	288.3	334.74	372.00	433.89	502.49	567.35	164.70	197.40	237.90

COSECHA FINAL

La cosecha o tala final es al año 9 en el caso del E. Dunnii y al año 19 para el E. Grandis. Considerando los IMAs del proyecto se estima un volumen de cosecha final 197 m³ para el primero y de 390 m³ para el segundo.

En el caso del Pino la cosecha final se realizara en el año 20 a 22. Se estima un volumen de 272 m³ a cosecha final.

En todos los casos se realiza un inventario pre cosecha. En el E. Dunnii se manejan rebrotes después de cosecha para el segundo ciclo. En E. Grandis se realiza el control de rebrotes y de tocones.

En el caso del Pino se realiza el control de rebrotes y de tocones y se laboreo en la entrelínea para replantar el área con Eucalyptus Grandis y Eucalyptus Dunnii.

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.

ESTÁNDARES DE PROCESO

El Fideicomiso Bosques del Uruguay 3 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 Stewardship Council (FSC) O Programme for the Endorsement of Forest Certification (PEFC).

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.

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.

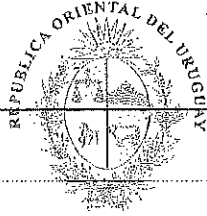
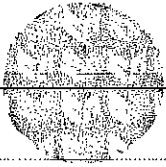
A modo de ejemplo, los proveedores esenciales brindan servicios como:

- 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 del que va a hacer para el Administrador).



ESC. FLORENCIA TABOAS RIBEIRO - 14606/1

- 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 auditorías 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;
- Profundidad y claridad de informes/proyectos/cartografía;
- Entrega en tiempo de los trabajos;
- Resultados de la encuesta de satisfacción del cliente;
- Resultados de las auditorías 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

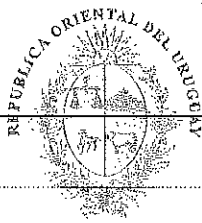
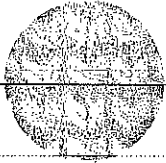
Certificado BPS Vigente	Antes de comenzar trabajos y en cada renovación
Planilla de trabajo	Antes de comenzar trabajos y mensualmente en la fecha estipulada
Consulta de Actividad Activos y Pasivos	Antes de comenzar trabajos y mensualmente en la fecha estipulada
Pago de BPS mensual y cuatrimestral	Mensualmente 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.

PLAN COMERCIAL

Los ingresos del proyecto provienen de la venta de madera, venta de la tierra y bosques en pie al final del proyecto, ingresos por pastoreo, e ingresos por venta de certificados de carbono. La facturación estimada durante el ciclo del proyecto es de US\$ 1,251 millones.



ESC. FLORENCIA TABOAS RIBEIRO - 14606/1

Concepto	Monto (US\$)	Participación
Madera	771,559,434	62.62%
Bosques en pie	166,765,659	13.53%
Pastoreo	11,245,224	0.91%
Tierra	280,621,627	22.78%
Bonos Carbono	1,928,757	0.16%
Total	1,232,120,701	100.00%

El 78% de las ventas totales del proyecto corresponden a la venta de madera y bosques en pie, un 21 % a la venta de la tierra y el resto a los pastoreos y la venta de bonos de carbono.

A lo largo de la vida del proyecto el Fideicomiso Bosques del Uruguay 3 tiene proyectado producir 10.4 millones de m³. La producción total de madera por especie y destino se estima será la siguiente

Producción de madera a comercializar (m³):

	Eucalyptus			Pino	Total
	Globulus/Maidenii	Dunnii	Grandis		
Pulpa	658,737	2,365,716	590,735		3,615,188
Aserrío			559,113	6,252,485	6,811,598
Total	658,737	2,365,716	1,149,848	6,252,485	10,426,786

El proyecto tiene una clara orientación a la madera de aserrío, que explica las 2/3 partes de las ventas previstas en volumen. En cuanto a la diversificación por especie, las ventas del proyecto están más fundadas en la venta de pino.

Las actividades en la venta de madera se darían en:

Año del Árbol	Actividad	Volumen Pulpa (m ³ /hectárea)	Volumen Aserrado (m ³ /hectárea)
7	Raleo E. Grandis	48	
9	Cosecha E. Dunnii	197	
11	Raleo de E. Grandis	41	27
12	Raleo de Pino		60
18	Cosecha de E. Grandis	88	265
18	Cosecha E. Dunnii	197	
20	Cosecha de Pino		272

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

	Destino	Características	Precio (1)	
			US\$/m3 (puesto en planta)	Crecimiento real acumulativo anual esperado
E. Globulus/Dunnii	pulpa		61	0%
E. Grandis	pulpa		55	0%
	aserrío	Diámetro mayor 30 cm	90	1.5%
Pino	aserrío	Diámetro 20<diámetro< 30 cm	45	2%

(1) Precios actuales de mercado según operaciones efectivamente realizadas durante los últimos 6 meses

Para las ventas de madera se buscará cerrar acuerdos comerciales con operadores reconocidos, de buena trayectoria y experiencia. Igualmente se buscará optimizar la cartera de productos en los distintos mercados.

Para la madera con destino a pulpa se consideran los siguientes mercados posibles:

- Plantas de celulosa locales¹.
- Plantas de chipeado y exportación en Montevideo.
- Biomasa

Para la madera para aserrío el modelo asume que el 100% de la madera se exporta en forma de rolos y tanto precio como costos reflejan las condiciones existentes en este mercado. No obstante el mercado interno tanto para Eucalyptus como para Pino es una alternativa real e interesante. En 2014, AF realizó un relevamiento de la demanda de rolos para aserrío en el mercado doméstico no integrado verticalmente, i.e. aquellos aserraderos que compran en el mercado spot únicamente. Los resultados sitúan la demanda doméstica de E. Grandis en 400 a 450 mil m3 anuales, y la de pino en 480 a 520 mil m3 anuales. Factores como la distancia y los costos de extracción determinarán la elección del mercado de destino.

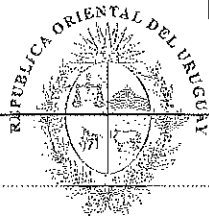
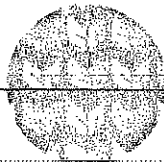
Los activos del fideicomiso, tierra y bosques en pie, al finalizar el mismo en el año 2036, serán ofertados a distintos interesados a través de un proceso licitatorio.

Se asume que el precio de la tierra se incrementará a una tasa del 2.56% acumulativo anual durante el período del fideicomiso. Respecto del valor asignado a los bosques en pie, se estimó el volumen de madera utilizando las mismas ecuaciones de crecimiento y los precios por tipo de producto.

Para el pastoreo se toma un ingreso promedio por hectárea de US\$ 15 por concepto de pastoreo que se proyecta realicen vecinos y otros ganaderos.

Certificados de Reducción de Emisiones

¹ Se acaba de hacer público el interés de UPM por inicial conversaciones con el gobierno nacional para evaluar la instalación de una nueva planta de celulosa.



Fg N° 151379



ESC. FLORENCIA TABOAS RIBEIRO - 14606/1

Las plantaciones forestales secuestran CO₂ 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 comprar 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 de aserrío, 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 3 se está evaluando un activo forestal que ya posee un proyecto inscripto en el VCS. El proyecto solo considera las plantaciones de pino y potencialmente podría secuestrar hasta 10 millones de toneladas de carbono en los próximos 20 años. 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 (el precio esperado considerado es de 2 Euros/Tonelada)

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.

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 sus tareas de acuerdo al Plan de Negocios.
- (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 por parte del Fiduciario, 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 arrendamientos, se distinguen dos casos:

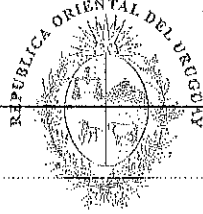
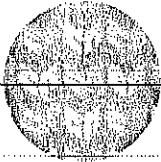
- i. Compra autorizada tácitamente: En los casos en que se cumplan las siguientes

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 sea mayor en 10% del estimado para el proyecto.
- Distancia de Montevideo: menor a 450 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%

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 y controlar las actividades con las empresas tercerizadas, siendo de cargo del Fideicomiso los costos por la contratación de éstas. De conformidad con lo establecido en el Contrato de Fideicomiso.
 - (d) Gestionar la comercialización de 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 la negociación para 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) Negociar y acordar los contratos de seguros de los bosques.
 - (k) Realizar los controles de ejecución y calidad de los proveedores y terceros que se contraten para desarrollar las actividades.
 - (l) Exigir y cumplir con todas las normativas, leyes, y obligaciones pertinentes al sector y al país.
 - (m) Recorrer los Inmuebles para definir técnicas que aseguren el estado sanitario de los Bosques.
 - (n) Planificar, dirigir la prevención y combate de incendios.



ESC. FLORENCIA TABOAS RIBEIRO - 14606/1

- (o) Reclamar de los Deudores cualquier suma que éstos deban abonar al Fideicomiso. A estos efectos, el Administrador podrá solicitar al Fiduclario Iniciar las acciones que sean necesarias para reclamar dichos pagos.
- (p) Solicitar que se realicen pagos a cualquier acreedor del Fideicomiso, de acuerdo a lo que se establece en el presente Contrato.
- (q) Gestionar todas las compras, arrendamientos y contrataciones que resulten necesarias a fin de ejecutar el Plan de Negocios.
- (r) Confeccionar el presupuesto anual del Fideicomiso de acuerdo al Plan de Negocios (el "Presupuesto"), el cual deberá ser puesto a disposición del Fiduclario, 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 Fidelcomitados 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 Fiduclario estimen relevante.
- (s) Elaborar los Informes trimestrales de gestión de acuerdo a lo previsto en el Contrato de Fideicomiso, 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 Fiduclario 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.
- (t) Elaborar reportes trimestrales al Comité de Vigilancia, informando sobre las compras y contratos que existan con empresas Vinculadas al Administrador. En el caso de agroquímicos se deberá detallar: los precios de los mismos, su comparación con otras opciones del mercado y el proveedor.
- (u) Elaborar Informes de cosecha y venta de madera para el Comité de Vigilancia, que Incluyan: una descripción de la operativa a realizar, descripción de estratos a cosechar, datos de Inventario, potenciales compradores de la madera, justificación de la asignación de la venta comparando con otras ofertas y una recomendación final incluyendo un análisis de la rentabilidad de la operación. Una vez terminada la cosecha y comercialización de la madera, el Administrador deberá presentar al Comité de Vigilancia un Informe que Incluya: los resultados obtenidos en cuanto a costos, volúmenes de madera y rentabilidad real.
- (v) Determinar al finalizar cada Cierre de Ejercicio los Fondos Netos Distribuíbles e Informarlo al Fiduclario para efectuar los pagos que correspondan.
- (w) 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.

(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 los años 7, 12 y 18. Para el Pino las tareas silvícolas ocurren entre el año 1 y 9 del bosque. Los costos de las actividades silvícolas han sido estimados siguiendo un Plan de Manejo de Bosques del Uruguay 3 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:

Actividad	Costo US\$/ha/año
Prevención y Combate de Incendios	15
Seguros	15
Mantenimiento de alambrados/casas	5
Contribución Inmobiliaria (solo en plantaciones de <i>E. Dunnii</i>)	2
Inventarios y certificación FSC:	3.5

(d) Costos de Cosecha y Transporte

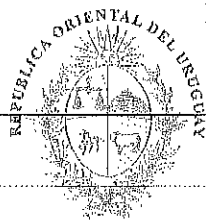
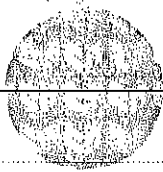
Se ha considerado el costo de cosecha y caminería (que se incluye en los costos de cosecha) por un lado y el costo de transporte por otro. Ambos son muy importantes en el rubro forestal. Los valores utilizados en el modelo son los siguientes:

Precio de los productos extraídos, costos directos de producción y márgenes brutos (US\$/m³)

	E. Dunnii		E. Grandis			Pino	
	pulpa		pulpa	pulpa 60%/ aserrío 40%	pulpa 25%/ aserrío 75%	fino 60%/ grueso 40%	fino 40%/ grueso 60%
	ED p		EG R1	EG R2	EG Cf	P R1	P Cf
	US\$/m ³						
Precio en planta (1)	61.50		55.00	69.00	81.25	45.00	45.00
Costos directos							
Raleo Año 7.			18.00				
Raleo Año 12						18.00	
Raleo Año 11				15.75			
Cosecha Final	16.00				10.90		14.00
Transporte (2)	20.87		20.87	20.78	20.71	23.50	23.50
Margen bruto	24.63		16.13	32.47	49.64	3.50	7.50

(1) Puesto en destino

(2) Las distancias dependen del producto que se esté considerando.



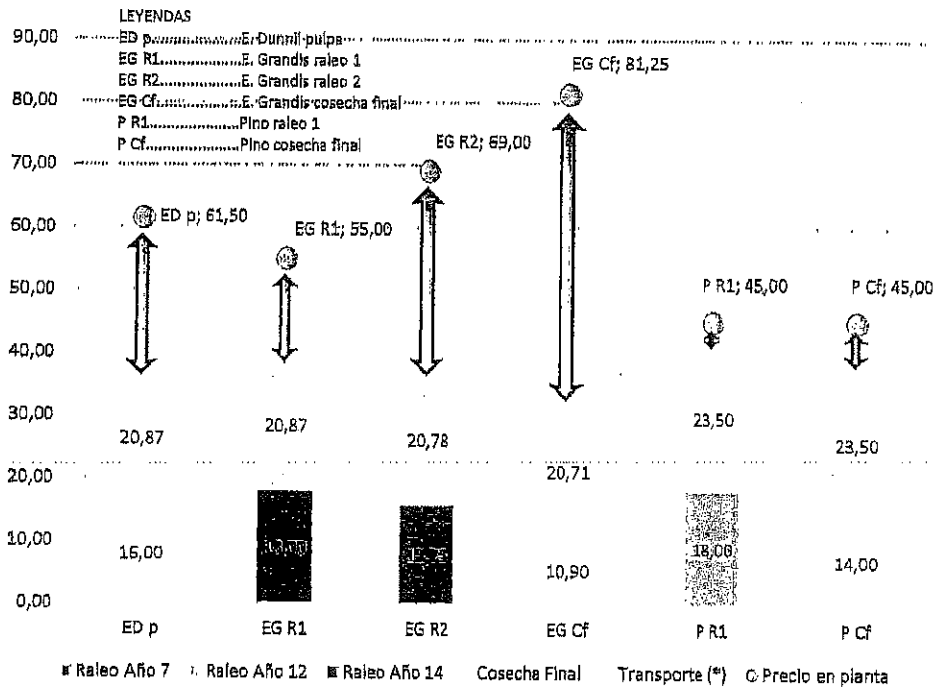
PAPEL NOTARIAL DE ACTUACIÓN

Fg N° 151381



ESC. FLORENCIA TABOAS RIBEIRO - 14606/1

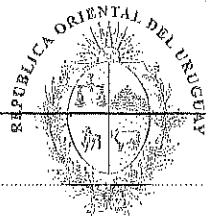
Precio de los productos extraídos, costos directos de producción y márgenes brutos (US\$/m3)



Segue el Papel Notarial de Actuación
Serie Fg N° 151277

FLORENCIA TABOAS RIBEIRO

172



Fg N° 151382



ESC. FLORENCIA TABOAS RIBEIRO - 14608/1

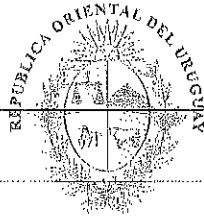
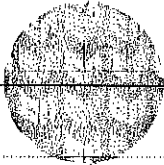
FLORENCIA TABOAS RIBEIRO, ESCRIBANA PÚBLICA, CERTIFICO
QUE: I) Las firmas que lucen en el de Contrato de Fideicomiso Financiero que antecede, son auténticas, fueron puestas en mi presencia y pertenecen a las personas hábiles y de mi conocimiento: i) José Eduardo BARBIERI RUMI, mayor de edad, titular 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; y iii) 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 en Juncal 1437 oficina 701 de la ciudad de Montevideo; 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. La sociedad cumplió con lo dispuesto por los artículos 13 y siguientes de la Ley 17.904, según declaratoria de fecha 27 de abril de 2016. Por escritura pública autorizada en

ESC. FLORENCIA TABOAS RIBEIRO - 14606/1

la ciudad de Montevideo el 26 de agosto de 2005 por la Escribana María José Bentos Castro, 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) (i) EF ASSET MANAGEMENT ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSION SOCIEDAD ANÓNIMA es persona jurídica hábil y vigente, constituida por Acta de fecha 15 de enero de 2003, cuyas firmas certificó en igual lugar y fecha la Escribana Rosalía Grassi, bajo la denominación de FL ASSET MANAGEMENT ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSION S.A. Su Estatuto fue aprobado por la Auditoría Interna de la Nación el 27 de marzo de 2003, inscripto en el Registro de Personas Jurídicas sección Registro Nacional de Comercio el 7 de abril de 2003 con el número 2.014 y publicado en el Diario Oficial y El Edicto ambos el 30 de abril de 2003. (ii) Por Asamblea Extraordinaria de Accionistas de fecha 16 de enero de 2004, se resolvió modificar la denominación, adoptando la actual de EF ASSET MANAGEMENT ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSION SOCIEDAD ANÓNIMA. 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 2.131 y publicada en el Diario Oficial y El

Edicto ambos del 12 de abril de 2004. (iii) Del referido Estatuto y sus posteriores modificaciones surge que: (a) el plazo de la sociedad se encuentra vigente al día de hoy; (b) la representación de la sociedad le corresponde al Administrador, al Presidente o al Vicepresidente indistintamente o a dos Directores cualesquiera actuando conjuntamente y (c) el capital social está integrado por acciones nominativas desde su constitución. (iv) Por Asamblea General Ordinaria de Accionistas de fecha 23 de diciembre de 2015, se designó el siguiente Directorio: Presidente: Diego Rodríguez Castagno y Vicepresidente: Nelson Mendiburu, siendo los únicos directores designados al día de hoy, quienes se encuentran en el ejercicio de sus cargos al día de hoy y no luciendo copiadas al libro respectivo, actas que modifiquen dicha designación. (v) La indicada 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 las Personas Jurídicas, sección Registro Nacional de Comercio, el día 7 de enero de 2016 con el número 154. IV) 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 2000, e inscripto en el



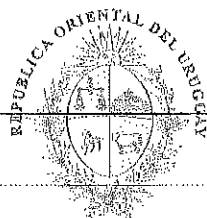
ESC. FLORENCIA TABOAS RIBEIRO - 14606/1

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) Por Asamblea Extraordinaria de Accionistas celebrada en Montevideo el 5 de diciembre de 2014, se designó el siguiente directorio: Presidente Francisco José Bonino Pérez, único integrante del Directorio, quien tomo posesión de su cargo en igual fecha, encontrándose el mismo vigente a la fecha. iv) Por escritura de declaratoria que el día 8 de diciembre de 2014 autorizó la Escribana Serrana Lorena Piñera, cuya primera copia fue inscrita en el Registro de Personas Jurídicas Sección Comercio con el número 16.745 el 10 de diciembre de 2014, 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 18 de abril de 2013 con el número 743520, habiendo declarado el representante de Agro Empresa Forestal S.A a la suscripta Escribana 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 fojas de Papel Notarial de Actuación de la Serie Fg Números 151277 a 151279, y lo sello, signo y firmo en la ciudad de Montevideo el veintidós de agosto de dos mil dieciséis.-

R 

FLORENCIA TABOAS RIBEIRO
ESCRIBANA



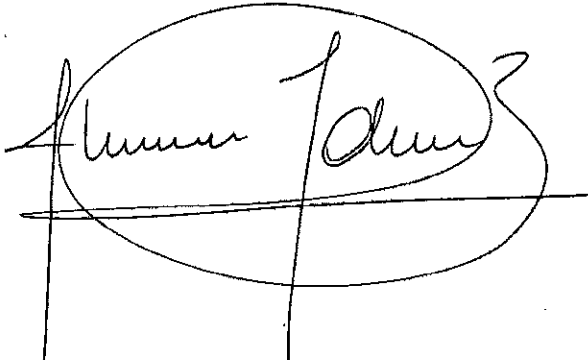
Fg N° 151385



ESC. FLORENCIA TABOAS RIBEIRO - 14608/1

No. 14. PROTOCOLIZACIÓN PRECEPTIVA DE CONTRATO DE FIDEICOMISO FINANCIERO. En la ciudad de Montevideo, el día veintidós de agosto de dos mil dieciséis, 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 en la ciudad de Montevideo el 22 de agosto de 2016 por EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A., AGROEMPRESA FORESTAL S.A. y BOLSA ELECTRÓNICA DE VALORES DEL URUGUAY S.A., cuyas firmas certificó en igual fecha la suscripta Escribana; y b) la presente acta de protocolización y lo hago con el número 14 del folio 108 al folio 142. Esta Protocolización sigue inmediatamente a la número 13 de Protocolización de Actas, verificada el 27 de julio, del folio 102 al folio 107.

ES UNO DE LOS TRES 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 cinco fojas de Papel Notarial de Actuación de la serie Fg números 151351 a 151385, que sello, signo y firmo en la ciudad de Montevideo, el veintidós de agosto de dos mil dieciséis.

R A handwritten signature in cursive script, enclosed within a large oval. The signature appears to read 'Florencia Taboas Ribeiro'. To the left of the signature is a capital letter 'R'. A horizontal line is drawn across the middle of the signature.

FLORENCIA TABOAS RIBEIRO
ESCRIBANA



MODIFICACION DE CONTRATO DE FIDEICOMISO FINANCIERO

El presente se celebra en Montevideo, el 27 de setiembre de 2016, entre: EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A. (en adelante el "Fiduciario"), representado en este acto por Nelson Mendiburu, 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 Juncal 1437 Of. 701; y BOLSA ELECTRÓNICA DE VALORES DEL URUGUAY S.A., en su calidad de Entidad Representante de los futuros suscriptores de los Valores como futuros Fideicomitentes y Beneficiarios, representado en este acto por Eduardo Barbieri, con domicilio en Misiones 1537 Piso 7 (en adelante los "Fideicomitentes" y conjuntamente con el Fiduciario y el Administrador, las "Partes").

ANTECEDENTES

Con fecha 22 de agosto de 2016, las Partes otorgaron un contrato de fideicomiso financiero por el cual se constituyó el Fideicomiso denominado "FIDEICOMISO FINANCIERO FORESTAL BOSQUES DEL URUGUAY 3" (en adelante el "Contrato de Fideicomiso").

Con posterioridad a la firma del Contrato de Fideicomiso, las Partes acordaron modificar determinadas cláusulas del mismo, de acuerdo a los términos que se indican a continuación:

1. MODIFICACION DE LA CLAUSULA 3

Las Partes acuerdan modificar la cláusula 3 - CONSTITUCIÓN DEL FIDEICOMISO-, del Contrato de Fideicomiso, la que quedará redactada de la siguiente forma:

"De conformidad a lo previsto por la Ley, las Partes convienen constituir el Fideicomiso denominado "FIDEICOMISO FINANCIERO FORESTAL BOSQUES DEL URUGUAY 3", 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 Contrato de Fideicomiso quedará sujeto a la condición de que se emitan efectivamente los Certificados de Participación.

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

2. MODIFICACIÓN LITERALES (R) Y (V) DE LA CLÁUSULA 9

Las Partes acuerdan modificar el literal (r) y (v) de la cláusula 9 - FUNCIONES Y RESPONSABILIDADES DEL ADMINISTRADOR-, del Contrato de Fideicomiso, el que quedará redactado de la siguiente forma:

"(r) 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, a los efectos de que estos evalúen y/o eventualmente observen el mismo. El Presupuesto deberá estimar los costos, gastos y demás pagos que deba realizar el Administrador en virtud de la administración de los Bienes Fideicomitados 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.”

(v) Determinar al finalizar cada Cierre de Ejercicio los Fondos Netos Distribuibles y elevarlo para aprobación del Fiduciario de forma de que este pueda efectuar los pagos correspondientes.”

3. MODIFICACIÓN DEL LITERAL C, SUB LITERAL B) DE LA CLÁUSULA 10

Las Partes acuerdan modificar el literal c), sub literal b) de la Cláusula 10 - ESTÁNDARES MÍNIMOS DE DESEMPEÑO DEL ADMINISTRADOR -, del Contrato de Fideicomiso, el que quedará redactado de la siguiente forma:

“No se considerarán factores climáticos extremos o eventos extraordinarios (como por ejemplo incendios o la ventas de campos) que impidan la ejecución normal del presupuesto o que requieran gastos adicionales.”

4. MODIFICACIÓN A LA CLÁUSULA 11

Las Partes acuerdan modificar la cláusula 11 - INFORMACIÓN Y RENDICIÓN DE CUENTA A LOS TITULARES – la cual quedará redactada de la siguiente manera:

El Fiduciario enviará a cada Titular a su domicilio registrado y a la Calificadora de Riesgo en archivo magnético:

- 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.

Adicionalmente, el Fiduciario deberá informar trimestralmente a la Entidad Representante el Plan anual de desembolsos y sus actualizaciones correspondientes, para que esta informe trimestralmente a los Titulares.

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 ante 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



ESC. FLORENCIA TABOAS RIBEIRO - 14606/1

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."

5. MODIFICACION DE LA CLÁUSULA 12

Las Partes acuerdan modificar el segundo párrafo de la cláusula número 12 – RENUNCIA DEL ADMINISTRADOR - la cual quedará redactada de la siguiente forma:

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.

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 debajo (salvo la evolución del valor de la Tierra), se 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 2.56% anual en dólares (sobre la inflación de Estados Unidos de América).**

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."

6. MODIFICACION DE LA CLÁUSULA 16

Las Partes acuerdan modificar la cláusula número 16 la cual quedará redactada de la siguiente forma:

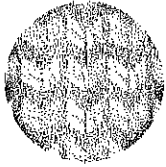
"De acuerdo a los fines del Fideicomiso, el Fiduciario emitirá Valores de acuerdo a los términos y condiciones que se indican a continuación y por un monto total que será de hasta US\$ 190.000.000 (Dólares ciento noventa millones).

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\$ 190.000.000
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.
	En la primer etapa del fideicomiso año (0 a 7), si bien habrán disponibilidades al cierre de cada balance, estos serán destinados al financiamiento del emprendimiento. Por lo tanto, en esta etapa no habrá fondos a distribuir porque las disponibilidades deberán cubrir futuros gastos e inversiones.
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 la totalidad del importe de la Emisión, el Emisor se reserva el derecho de dejar la emisión sin efecto."



ESC. FLORENCIA TABOAS RIBEIRO - 14606/1

7. MODIFICACION DE LA CLÁUSULA 24

Las Partes acuerdan modificar la cláusula número 24 - OBLIGACIONES DEL FIDUCIARIO - la cual quedará redactada de la siguiente forma:

"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.
- (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 fideicomitados, 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 fideicomitados.
- (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).

(p) **Abonar a los Beneficiarios los Fondos Netos Distribuibles del Fideicomiso."**

8. MODIFICACIÓN A LA CLÁUSULA 27

"Las Partes acuerdan modificar la cláusula número 27 - RESPONSABILIDADES DEL FIDUCIARIO - la cual quedará redactada de la siguiente forma:

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 salvo en caso de dolo o culpa grave.

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. "

9. MODIFICACION DE LA CLÁUSULA 33

Las Partes acuerdan agregar cómo tercer párrafo de la cláusula 33 el siguiente párrafo:

"Adicionalmente, el Fiduciario deberá informar trimestralmente a la Entidad Representante el Plan anual de desembolsos y sus actualizaciones correspondientes, para que esta informe trimestralmente a los Titulares, junto con toda la información necesaria para el desarrollo de la función de la Entidad Representante, sin costo. "

10. MODIFICACION DE LA CLÁUSULA 39

Las Partes acuerdan modificar la cláusula 39 - RESERVA PARA CONTINGENCIAS - la cual quedará redactada de la siguiente forma:

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

La Reserva para Contingencias también podrá incluir aquellas provisiones que decida efectuar el Fiduciario a los efectos de provisionar eventuales contingencias de carácter fiscal que puedan



ESC. FLORENCIA TABOAS RIBEIRO - 14608/1

generarse con motivo de las actividades desarrolladas por el Fideicomiso u otros riesgos. Para constituir esta reserva bastará un informe de los asesores legales del Fiduciario recomendando provisionar fondos por eventuales contingencias de carácter fiscal.

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

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 provisiones por los reclamos y/o acciones indicadas en esta cláusula, caso en el cual deberán transferirse inmediatamente a la Cuenta Recaudadora."

11. MODIFICACIÓN DE LA CLÁUSULA 40

Las Partes acuerdan agregar el siguiente párrafo final a la cláusula 40 -RESERVA DE LIQUIDACIÓN DEL FIDEICOMISO-:

"El Fiduciario deberá Informar a la Entidad Representante las actuaciones relevantes respecto de la Reserva de Liquidación del Fideicomiso a los efectos de que esta se mantenga informada y actualizada."

12. REGISTRO DE LA MODIFICACIÓN DEL CONTRATO DE FIDEICOMISO

La presente Modificación de Contrato de Fideicomiso será Inscripta 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.

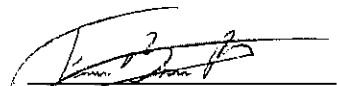
Los costos que se generen por dicha inscripción serán de cargo del Fideicomiso.

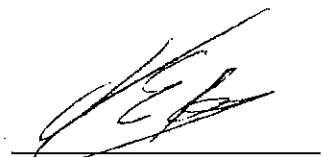
13. CERTIFICACIÓN DE FIRMAS

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

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

Por EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.
Nelson Mendiburu


Por Agroempresa Forestal S.A.
Francisco Bonino


Por Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A.
Eduardo Barbieri

Segue el Papel Notarial de Actuación
Serie Fq Nº 151435



FLORENCIA TABOAS RIBES
ESCRIBANA



Fg N° 151455



ESC. FLORENCIA TABOAS RIBEIRO - 14606/1

FLORENCIA TABOAS RIBEIRO, ESCRIBANA PÚBLICA, 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)
Nelson MENDIBURU BATTISTESSA, mayor de edad, titular de
la cédula de identidad número 3.340.184-9, 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; y iii) 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 en Juncal 1437 oficina 701 de la ciudad de Montevideo; 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. La sociedad cumplió con lo dispuesto por los artículos 13 y siguientes de la Ley 17.904, según declaratoria de fecha 27 de abril de 2016. Por escritura pública autorizada en



ESC. FLORENCIA TABOAS RIBEIRO - 14608/1

la ciudad de Montevideo el 26 de agosto de 2005 por la Escribana María José Bentos Castro, 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) (i) EF ASSET MANAGEMENT ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSION SOCIEDAD ANÓNIMA es persona jurídica hábil y vigente, constituida por Acta de fecha 15 de enero de 2003, cuyas firmas certificó en igual lugar y fecha la Escribana Rosalía Grassi, bajo la denominación de FL ASSET MANAGEMENT ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSION S.A. Su Estatuto fue aprobado por la Auditoría Interna de la Nación el 27 de marzo de 2003, inscripto en el Registro de Personas Jurídicas sección Registro Nacional de Comercio el 7 de abril de 2003 con el número 2.014 y publicado en el Diario Oficial y El Edicto ambos el 30 de abril de 2003. (ii) Por Asamblea Extraordinaria de Accionistas de fecha 16 de enero de 2004, se resolvió modificar la denominación, adoptando la actual de EF ASSET MANAGEMENT ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSION SOCIEDAD ANÓNIMA. 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 2.131 y publicada en el Diario Oficial y El

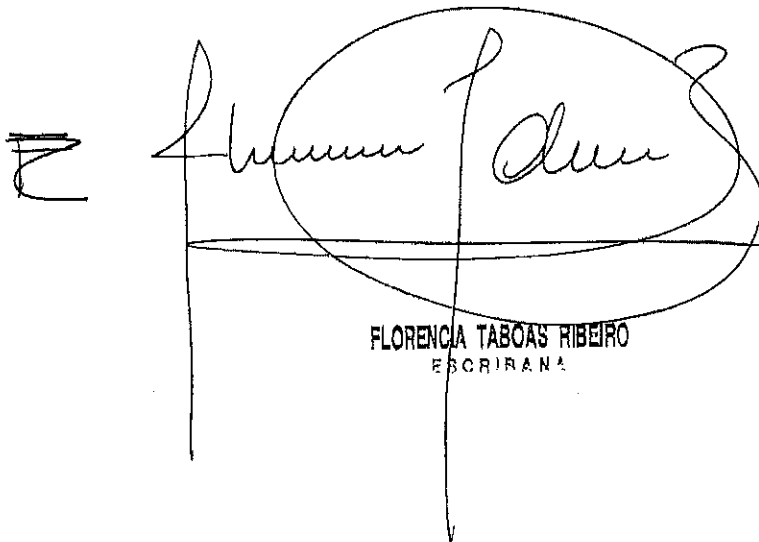
Edicto ambos del 12 de abril de 2004. (iii) Del referido Estatuto y sus posteriores modificaciones surge que: (a) el plazo de la sociedad se encuentra vigente al día de hoy; (b) la representación de la sociedad le corresponde al Administrador, al Presidente o al Vicepresidente indistintamente o a dos Directores cualesquiera actuando conjuntamente y (c) el capital social está integrado por acciones nominativas desde su constitución. (iv) Por Asamblea General Ordinaria de Accionistas de fecha 23 de diciembre de 2015, se designó el siguiente Directorio: Presidente: Diego Rodríguez Castagno y Vicepresidente: Nelson Mendiburu, siendo los únicos directores designados al día de hoy, quienes se encuentran en el ejercicio de sus cargos al día de hoy y no luciendo copiadas al libro respectivo, actas que modifiquen dicha designación. (v) La indicada 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 las Personas Jurídicas, sección Registro Nacional de Comercio, el día 7 de enero de 2016 con el número 154. IV) 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 2000, e inscripto en el

**Fg N° 151457**

ESC. FLORENCIA TABOAS RIBEIRO - 14606/1

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) Por Asamblea Extraordinaria de Accionistas celebrada en Montevideo el 5 de diciembre de 2014, se designó el siguiente directorio: Presidente Francisco José Bonino Pérez, único integrante del Directorio, quien tomo posesión de su cargo en igual fecha, encontrándose el mismo vigente a la fecha. iv) Por escritura de declaratoria que el día 8 de diciembre de 2014 autorizó la Escribana Serrana Lorena Piñera, cuya primera copia fue inscripta en el Registro de Personas Jurídicas Sección Comercio con el número 16.745 el 10 de diciembre de 2014, 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 18 de abril de 2013 con el número 743520, habiendo declarado el representante de Agro Empresa Forestal S.A a la suscripta Escribana 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 fojas de Papel Notarial de Actuación de la Serie Fg Números 151435 al 151437, y lo sello, signo y firmo en la ciudad de Montevideo el veintisiete de setiembre de dos mil dieciséis.-


FLORENCIA TABOAS RIBEIRO
ESCRIBANA

\$ 281,00

067152 11

\$ 1685,00

005523 13

\$ 1685,00

005543 15

\$ 1685,00

005543 14

ARANCEL OFICIAL	
Artículo	18
Honorarios \$	4000
Mont. Notarial \$	500
Foa. Gremial \$	—



\$ 281,00

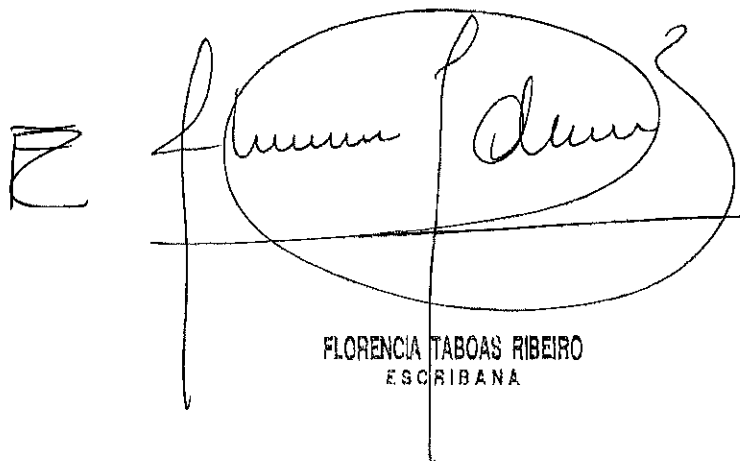
067152 11



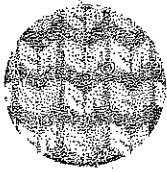
ESC. FLORENCIA TABOAS RIBEIRO - 14606/1

No. 16. PROTOCOLIZACIÓN PRECEPTIVA DE MODIFICACIÓN DE CONTRATO DE FIDEICOMISO FINANCIERO. En Montevideo, el veintisiete de setiembre de dos mil dieciséis, en cumplimiento de lo dispuesto por el artículo 292 de la Ley 18.362, incorporo al Registro de Protocolizaciones a mi cargo los siguientes documentos y acta: a) Modificación de Contrato de Fideicomiso Financiero, otorgado el día de hoy en la ciudad de Montevideo, entre EF ASSET MANAGEMENT ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN SOCIEDAD ANÓNIMA, AGROEMPRESA FORESTAL S.A. y BOLSA ELECTRÓNICA DE VALORES DEL URUGUAY S.A. (B.E.V.S.A), cuyas firmas certificó la suscrita Escribana; y b) la presente Acta de Protocolización y lo hago con el número 16 del folio 150 al folio 157. Sigue inmediatamente a la número 15 de Protocolización Preceptiva de Declaratoria, verificada el siete de setiembre del folio 143 al folio 149.

ES UNO DE LOS TRES PRIMEROS TESTIMONIOS que he compulsado de la Protocolización Preceptiva de Modificación de Contrato de Fideicomiso Financiero incorporada a mi Registro de Protocolizaciones. EN FE DE ELLO, para **EF ASSET MANAGEMENT ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A.** expido el presente en ocho fojas de Papel Notarial de Actuación de la serie Eg números 151451 al 151457 y 151440, y lo sello, signo y firmo en Montevideo el veintisiete de setiembre de dos mil dieciséis.-

A handwritten signature in cursive script, enclosed within a large, hand-drawn oval. To the left of the oval is a stylized symbol resembling a capital letter 'E' with a horizontal bar extending to the right, which is a common notarial symbol for a public official's signature.

FLORENCIA TABOAS RIBEIRO
ESCRIBANA



MODIFICACION DE CONTRATO DE FIDEICOMISO FINANCIERO

El presente se celebra en Montevideo, el 24 de octubre de 2016, entre: EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A. (en adelante el "Fiduciario"), representado en este acto por Diego Rodríguez, con domicilio en Juncal 1392, Montevideo, RUT 21 476953 0012, e inscripción en el Registro Nacional de Comercio el 7 de abril de 2003 con el número 2014; Agroempresa Forestal S.A. (en adelante el "Administrador"), representado en este acto por Francisco Bonino, con domicilio en Juncal 1437 Of. 701; y BOLSA ELECTRÓNICA DE VALORES DEL URUGUAY S.A., en su calidad de Entidad Representante de los futuros suscriptores de los Valores como futuros Fideicomitentes y Beneficiarios, representado en este acto por Eduardo Barbieri, con domicilio en Misiones 1537 Piso 7 (en adelante los "Fideicomitentes" y conjuntamente con el Fiduciario y el Administrador, las "Partes").

ANTECEDENTES

Con fecha 22 de agosto de 2016, las Partes otorgaron un contrato de fideicomiso financiero por el cual se constituyó el Fideicomiso denominado "FIDEICOMISO FINANCIERO FORESTAL BOSQUES DEL URUGUAY 3" (en adelante el "Contrato de Fideicomiso").

Con fecha 27 de setiembre de 2016, las Partes modificaron el Contrato de Fideicomiso ("Modificación del Contrato de Fideicomiso"), quedando es su texto un desajuste en la cláusula cuarta.

Las Partes acuerdan ajustar dicha cláusula de acuerdo a lo siguiente:

1. MODIFICACION DE LA CLAUSULA CUARTA DE LA MODIFICACIÓN DE CONTRATO DE FIDEICOMISO.

Las Partes acuerdan modificar la cláusula 4 la que quedará redactada de la siguiente forma:

"4. MODIFICACIÓN DE CLÁUSULA 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 en archivo magnético:

- 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.

Adicionalmente, el Fiduciario deberá informar trimestralmente a la Entidad Representante el Plan



PAPEL NOTARIAL DE ACTUACIÓN

Fg N° 151575



ESC. FLORENCIA TABOAS RIBEIRO - 14606/1

anual de desembolsos y sus actualizaciones correspondientes, para que esta informe trimestralmente a los Titulares.

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 ante 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."

2. REGISTRO


La presente será inscrita 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.

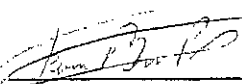
3. CERTIFICACIÓN DE FIRMAS

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

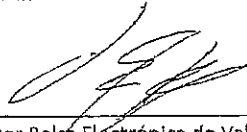
Las partes firman al pie del presente en señal de conformidad, en el lugar y fecha indicado en la comparecencia.



Por EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.
Diego Rodríguez



Por Agroempresa Forestal S.A.
Francisco Bonino



Por Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A.
Eduardo Barbieri

Sigue a Papel Notarial de Actuación
Serie... Fg... N° 151575


FLORENCIA TABOAS RIBEIRO
ESCRIBANA



ESC. FLORENCIA TABOAS RIBEIRO - 14606/1

FLORENCIA TABOAS RIBEIRO, ESCRIBANA PÚBLICA, CERTIFICO
QUE: I) Las firmas que lucen en el documento que antecede, *Modificación de Contrato de Fideicomiso Financiero*, 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 a estos efectos que su representada, en su 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 CASTAGNO, mayor de edad, titular de la cédula de identidad número 4.021.524-7, con igual domicilio a estos efectos que su representada, en su calidad de Presidente del Directorio y en nombre y representación de EF ASSET MANAGEMENT ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN SOCIEDAD ANÓNIMA, persona jurídica 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; y iii) Francisco José BONINO

PÉREZ, mayor de edad, titular de la cédula de identidad número 1.887.909-3, con igual domicilio a estos efectos 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, con domicilio en la calle Juncal número 1437 Oficina 701 de la ciudad de Montevideo; quienes previa lectura que del mismo les efectué, así lo otorgaron y suscribieron ante mí, expresando hacerlo con sus firmas habituales. II) (i) BOLSA ELECTRÓNICA DE VALORES DEL URUGUAY 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 de Personas Jurídicas sección Registro Nacional de Comercio con el número 1.087 al folio 4.200 del libro 3 de Estatutos el 21 de octubre de 1993, y debidamente publicado en el Diario Oficial y en el Observador Económico. (ii) Del Estatuto Social y sus posteriores reformas, todas ellas inscriptas y publicadas, surge que: a) el **plazo** de la Sociedad se encuentra vigente al día de hoy; b) la **representación** de la sociedad le corresponde al Presidente del Directorio con las más amplias facultades



ESC. FLORENCIA TABOAS RIBEIRO - 14606/1

de administración y disposición; c) el capital social se encuentra representado por acciones nominativas desde su constitución. (iii) Por escritura pública autorizada el 26 de agosto de 2005 por la Escribana María José Bentos Castro, BOLSA ELECTRÓNICA DE VALORES DEL URUGUAY S.A. confirió Poder de Administración a favor de José Eduardo Barbieri Rumi, el que contiene facultades suficientes para el presente otorgamiento. Dicho poder se encuentra vigente al día de hoy. III) (i) EF ASSET MANAGEMENT ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSION SOCIEDAD ANÓNIMA es persona jurídica hábil y vigente, constituida por Acta de fecha 15 de enero de 2003, cuyas firmas certificó en igual lugar y fecha la Escribana Rosalía Grassi, bajo la denominación de FL ASSET MANAGEMENT ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSION S.A. Su Estatuto fue aprobado por la Auditoría Interna de la Nación el 27 de marzo de 2003, inscripto en el Registro de Personas Jurídicas sección Registro Nacional de Comercio el 7 de abril de 2003 con el número 2.014 y publicado en el Diario Oficial y El Edicto ambos el 30 de abril de 2003. (ii) Por Asamblea Extraordinaria de Accionistas de fecha 16 de enero de 2004, se resolvió modificar la denominación, adoptando la actual de EF ASSET MANAGEMENT ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSION SOCIEDAD ANÓNIMA. Dicha reforma fue aprobada por la Auditoría Interna de

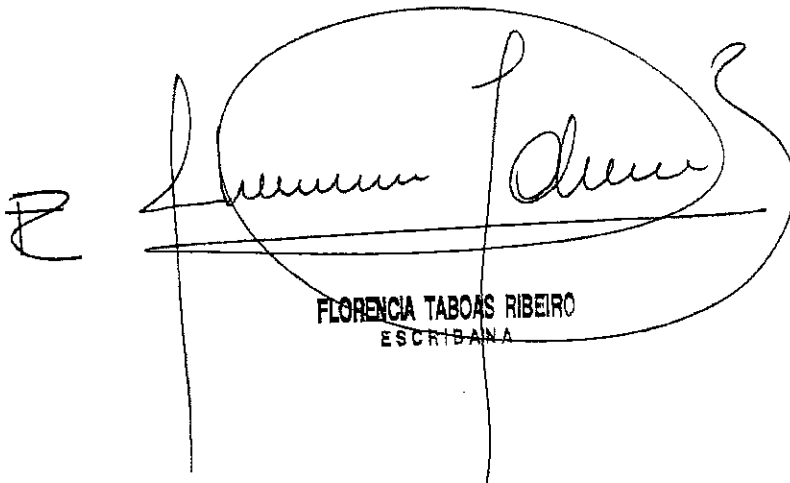
la Nación el 17 de marzo de 2004, inscrita en el Registro de Personas Jurídicas sección Registro Nacional de Comercio el 23 de marzo de 2004 con el número 2.131 y publicada en el Diario Oficial y El Edicto ambos del 12 de abril de 2004. (iii) Del referido Estatuto y sus posteriores modificaciones surge que: (a) el **plazo** de la sociedad se encuentra vigente al día de hoy; (b) la **representación** de la sociedad le corresponde al Administrador, al Presidente o al Vicepresidente indistintamente o a dos Directores cualesquiera actuando conjuntamente y (c) el **capital** social está integrado por acciones nominativas desde su constitución. (iv) Por Asamblea General Ordinaria de Accionistas de fecha 23 de diciembre de 2015, se designó el siguiente Directorio: Presidente: Diego Rodríguez Castagno y Vicepresidente: Nelson Mendiburu, siendo los únicos directores designados al día de hoy, quienes se encuentran en el ejercicio de sus cargos al día de hoy y no luciendo copiadas al libro respectivo, actas que modifiquen dicha designación. (v) La indicada 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 las Personas Jurídicas, sección Registro Nacional de Comercio, el día 7 de enero de 2016 con el número 154. IV) (i) AGRO EMPRESA FORESTAL



ESC. FLORENCIA TABOAS RIBEIRO - 14606/1

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 2000, 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) Por Asamblea Extraordinaria de Accionistas celebrada en Montevideo el 5 de diciembre de 2014, se designó el siguiente directorio: Presidente Francisco José Bonino Pérez, único integrante del Directorio, quien tomo posesión de su cargo en igual fecha, encontrándose el mismo vigente a la fecha. (iv) Por escritura de declaratoria que el día 8 de diciembre de 2014 autorizó la Escribana Serrana Lorena Piñera, cuya primera copia fue inscripta en el Registro de Personas Jurídicas Sección Comercio con el número 16.745 el 10 de diciembre de 2014, 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 18 de abril de 2013 con el número 743520, habiendo declarado el representante de Agro Empresa Forestal S.A a la suscripta Escribana 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 fojas de Papel Notarial de Actuación de la Serie Fg Números 151570 al 151572, y lo sello, signo y firmo en la ciudad de Montevideo el veinticuatro de octubre de dos mil dieciséis.-


FLORENCIA TABOAS RIBEIRO
ESCRIBANA

\$ 281,00

068349³⁷

\$ 281,00

068349³⁸

\$ 1685,00

005618⁴¹

\$ 1685,00

005605¹⁵

\$ 1685,00

005605¹⁴

ARANCEL OFICIAL	
Artículo	18
Honorarios \$	140,00
Mont. Notarial \$	50,00
Fdo. Gremial \$	—

R



ESC. FLORENCIA TABOAS RIBEIRO - 14606/1

No. 17. PROTOCOLIZACIÓN PRECEPTIVA DE MODIFICACIÓN DE CONTRATO DE FIDEICOMISO FINANCIERO. En Montevideo, el veinticuatro de octubre de dos mil dieciséis, en cumplimiento de lo dispuesto por el artículo 292 de la Ley 18.362, incorporo al Registro de Protocolizaciones a mi cargo los siguientes documentos y acta: a) Modificación de Contrato de Fideicomiso Financiero, otorgado el día de hoy en la ciudad de Montevideo, entre EF ASSET MANAGEMENT ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN SOCIEDAD ANÓNIMA, AGROEMPRESA FORESTAL S.A. y BOLSA ELECTRÓNICA DE VALORES DEL URUGUAY S.A. (B.E.V.S.A), cuyas firmas certificó la suscrita Escribana; y b) la presente Acta de Protocolización y lo hago con el número 17 del folio 158 al folio 163. Sigue inmediatamente a la número 16 de Protocolización Preceptiva de Modificación de Contrato de Fideicomiso Financiero, verificada el veintisiete de setiembre del folio 150 al folio 157.

ES PRIMER TESTIMONIO que he compulsado de la Protocolización Preceptiva de Modificación de Contrato de Fideicomiso Financiero incorporada a mi Registro de Protocolizaciones. EN FE DE ELLO; para **EF ASSET MANAGEMENT ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A.** expido el presente en seis fojas de Papel Notarial de Actuación de la Serie Fg Números 151574 al 151579, y lo sello, signo y firmo en la ciudad de Montevideo el veinticuatro de octubre de dos mil dieciséis.-

A handwritten signature in cursive script, appearing to read 'Florencia Taboas Ribeiro', is written over a large, hand-drawn oval. To the left of the signature is a stylized symbol resembling a capital letter 'E' with a horizontal bar. Below the signature, the name and title of the notary are printed in a bold, sans-serif font.

FLORENCIA TABOAS RIBEIRO
ESCRIBANA

2. ANEXO 2: DOCUMENTO DE EMISIÓN.

DOCUMENTO DE EMISIÓN

El [---] de [-----] de 2016, EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A., en su calidad de fiduciario del fideicomiso “FIDEICOMISO FINANCIERO FORESTAL BOSQUES DEL URUGUAY 3” (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 [-----], celebrado entre el Fiduciario, Agroempresa Forestal S.A. y la Entidad Representante (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.

El [-----] se realizó la suscripción de la totalidad de los Certificados de Participación a emitirse por un monto de [-----], previéndose integraciones diferidas. Por cada una de las mencionadas integraciones se emitirá el presente Documento de Emisión incluyendo los términos y condiciones de los Certificados de Participación emitidos.

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. Garantía

Los Valores están únicamente garantizados y serán exclusivamente pagados con los Activos que forman parte del patrimonio del Fideicomiso, en las condiciones establecidas en el Contrato de Fideicomiso.

Al adquirir los Valores, los Titulares comprenden y aceptan que los derechos emergentes de los mismos, están sujetos a los términos, condiciones y limitaciones que se indican en el Contrato de Fideicomiso, y que en ningún caso el texto de este Documento de Emisión modifica, extiende o anula las estipulaciones expresamente contenidas en dicho documento.

3.3. Distribuciones por la participación

Se realizarán distribuciones a los Titulares, 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.

3.4. Plazo

Los Certificados de Participación existirán hasta la liquidación del Fideicomiso.

3.5. Limitación de responsabilidad

EL FIDUCIARIO NO ASUME RESPONSABILIDAD PATRIMONIAL ALGUNA FRENTE A LOS TITULARES, POR LA FALTA DE PAGO DE LOS VALORES.

LOS BIENES DEL FIDUCIARIO NO RESPONDERÁN POR LAS OBLIGACIONES CONTRAÍDAS EN LA EJECUCIÓN DEL FIDEICOMISO Y POR LA EMISIÓN 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 y con derecho a voto:

- (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 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 descrito 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 al Contrato de Fideicomiso, los Titulares pueden, bajo ciertas circunstancias, disponer la sustitución del Fiduciario por otro fiduciario que se encuentre autorizado para actuar como tal en la República Oriental del Uruguay.

La sustitución se llevará a cabo de acuerdo al mecanismo establecido en el Contrato de Fideicomiso.

10. ACTUACIÓN DE LOS TITULARES

Las disposiciones relativas a la actuación de los Titulares, a las Asambleas de Titulares, a su competencia y reglamentación, y a las resoluciones que obligan a todos los Titulares se encuentran establecidas en la Cláusula 25 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.

La Entidad Registrante podrá solicitar a los Titulares y estos a su vez se obligan a proporcionar toda la información y documentación necesaria a los efectos de realizar un debido conocimiento del cliente y dar cumplimiento a la regulación en materia de prevención de Lavado de Activos y Financiamiento del Terrorismo.

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

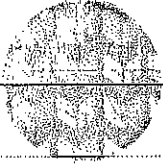
Los Valores y las relaciones entre el Fiduciario, el Fideicomiso y los Titulares estarán sujetos a las leyes de la República Oriental del Uruguay y quedan sometidos a la jurisdicción de los tribunales de la ciudad de Montevideo.

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 inscrita en el Registro de Valores del Banco Central del Uruguay según Resolución de fecha [REDACTED], que habilita su oferta pública bajo la ley 18.627.

Por EF Asset Management AFISA

3. ANEXO 3: CONTRATO DE ADMINISTRACION



ESC. MARIA CLAUDIA PIAZZA CARRERO - 15970/3

CONTRATO DE ADMINISTRACIÓN

En Montevideo, el 22 de agosto de 2016, 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 22 de agosto de 2016, se convino el contrato de fideicomiso denominado "Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay 3" (en adelante "Contrato de Fideicomiso") entre EF Asset Management AFISA en su calidad de fiduciario financiero y Agroempresa Forestal S.A. en su calidad de administrador, y la Entidad Representante en su calidad de representante de los futuros suscriptores de los Valores.

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.

1

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 sus tareas de acuerdo al Plan de Negocios.
- (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 por parte del Fiduciario, 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 arrendamientos, 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 sea mayor en 10% del estimado para el proyecto.
 - Distancia de Montevideo: menor a 450 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%

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 y controlar las actividades con las empresas tercerizadas, siendo de cargo del Fideicomiso los costos por la contratación de éstas. De conformidad con lo establecido en el Contrato de Fideicomiso.
- (d) Gestionar la comercialización de la madera resultante de las plantaciones que se realicen



ESC. MARIA CLAUDIA PIAZZA CARRERO - 15970/3

en los Inmuebles.

- (e) Llevar adelante otras negociaciones y actividades para el manejo de la explotación forestal, incluyendo la negociación para 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) Negociar y acordar los contratos de seguros de los bosques.
- (k) Realizar los controles de ejecución y calidad de los proveedores y terceros que se contraten para desarrollar las actividades.
- (l) Exigir y cumplir con todas las normativas, leyes, y obligaciones pertinentes al sector y al país.
- (m) Recorrer los Inmuebles para definir técnicas que aseguren el estado sanitario de los Bosques.
- (n) Planificar, dirigir la prevención y combate de incendios.
- (o) Reclamar de los Deudores cualquier suma que éstos deban abonar al Fideicomiso. A estos efectos, el Administrador podrá solicitar al Fiduciario iniciar las acciones que sean necesarias para reclamar dichos pagos.
- (p) Solicitar que se realicen pagos a cualquier acreedor del Fideicomiso, de acuerdo a lo que se establece en el presente Contrato.
- (q) Gestionar todas las compras, arrendamientos y contrataciones que resulten necesarias a fin de ejecutar el Plan de Negocios.
- (r) 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.
- (s) Elaborar los informes trimestrales de gestión de acuerdo a lo previsto en el Contrato de Fideicomiso, 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.

- (t) Elaborar reportes trimestrales al Comité de Vigilancia, informando sobre las compras y contratos que existan con empresas Vinculadas al Administrador. En el caso de agroquímicos se deberá detallar: los precios de los mismos, su comparación con otras opciones del mercado y el proveedor.
- (u) Elaborar informes de cosecha y venta de madera para el Comité de Vigilancia, que incluya: una descripción de la operativa a realizar, descripción de estratos a cosechar, datos de inventario, potenciales compradores de la madera, justificación de la asignación de la venta comparando con otras ofertas y una recomendación final incluyendo un análisis de la rentabilidad de la operación. Una vez terminada la cosecha y comercialización de la madera, el Administrador deberá presentar al Comité de Vigilancia un informe que incluya: los resultados obtenidos en cuanto a costos, volúmenes de madera y rentabilidad real.
- (v) Determinar al finalizar cada Cierre de Ejercicio los Fondos Netos Distribuibles e informarlo al Fiduciario para efectuar los pagos que correspondan.
- (w) 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.

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.

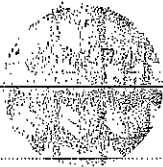
El Administrador será responsable por seleccionar y controlar a los contratistas que presten tareas para el Fideicomiso, aplicando a tales efectos los criterios para la selección y control de los contratistas establecidos en el Plan de Negocios.

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 cuando 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



ESC. MARIA CLAUDIA PIAZZA CARRERO - 15970/3

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 1 año desde la entrega de los campos por parte de los vendedores. Este mismo criterio aplica a superficies cosechadas que deberán volver a plantarse en un 80% (del área efectivamente plantable) antes de que transcurra 1 año de la cosecha. Este plazo podrá ser mayor en caso que se cuente con la aprobación del Comité de Vigilancia.
 - Prendimiento: para el total de la superficie plantada cada año, deberá lograrse un prendimiento mínimo de 80% del stand inicial. Esta evaluación se hará cuatro meses después de terminada la plantación. 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), heladas o granizadas que afecten la plantación; el Administrador no será responsable del incumplimiento de esta meta siempre que los mismos sean comprobables.
- (c) Cumplimiento del presupuesto anual: el Administrador deberá ejecutar con un desvío no superior al 25% el Presupuesto Anual presentado al Comité de Vigilancia para dicho año.
 - a. Para este punto el Administrador presentará al Comité de Vigilancia un análisis comparativo entre lo presupuestado y lo ejecutado de acuerdo a la información provista por el Fiduciario.
 - b. No se considerarán factores climáticos extremos o transacciones extraordinarias que impidan la ejecución normal del presupuesto o que requieran gastos adicionales.
 - c. En caso de presentarse situaciones que requieran un cambio al presupuesto, el Administrador deberá presentarlo al Comité de Vigilancia en el trimestre previo a su ejecución para su aprobación.
 - d. En caso de no existir acuerdo con el Comité de Vigilancia respecto a estos cambios, los mismos serán presentados a la Asamblea de Titulares para su resolución.
- (d) Incremento Medio Anual ("IMA") de los Bosques: el Administrador deberá lograr que las plantaciones alcancen un IMA, igual o superior a 75% del IMA establecido en la curva de menor crecimiento del modelo de negocio para Eucaliptus Grandis, Dunni y Pino. A efectos de determinar dicho estándar de desempeño, se tomarán en cuenta los siguientes parámetros:
 - Las mediciones del IMA se realizarán a partir del año 5 para el Eucaliptus y 7 para el Pino.

- Los datos de IMA se computarán a los efectos del cumplimiento de este estándar a partir de: a) la cosecha para E. Dumni; b) el año 10 de plantado el bosque para los Eucaliptus Grandis y c) el año 12 de plantado el bosque para Pino.
- 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.
- Para determinar el IMA de cada especie se usará la información que anualmente surge de las parcelas permanentes. La cantidad de parcelas permanentes a instalar para cada estrato y los parámetros a medir serán propuestos por el administrador para aprobación del comité de vigilancia. Se entiende por estrato plantaciones dentro del mismo predio, especie y año de plantación. El tamaño mínimo de estrato para establecer parcelas permanentes será de 100 hectáreas. Las parcelas permanentes deberán ser medidas en su totalidad anualmente. En los campos o lotes donde exista cosecha durante el año que se está evaluando, se utilizarán los volúmenes que surjan de la cosecha para calcular el IMA como complemento a las parcelas permanentes. La medición de las parcelas permanentes será contratada por el Administrador y los resultados se presentarán al Comité de Vigilancia que podrá elegir una muestra para controlar las mediciones si así lo creyera conveniente.

Las curvas de crecimiento consideradas para cada especie son:

E. Grandis

Año	M3/Ha		
	Mínimo	Más Probable	Máximo
5	47.6	60.0	74.3
6	69.0	85.4	103.8
7	97.4	118.9	142.3
8	77.0	92.8	109.6
9	108.6	129.4	151.1
10	135.1	159.5	184.3
11	166.7	192.6	219.0
12	132.1	152.4	173.0
13	167.1	192.7	217.9
14	193.2	222.3	250.8
15	219.8	252.5	284.0
16	251.9	285.4	317.8
17	280.8	318.6	354.6
18	311.0	353.0	392.6
19	343.8	390.5	433.9
20	0.0	0.0	0.0

Primer Raleo	38.5	48.0	57.0	m3/ha
Segundo Raleo	51.5	64.0	76.5	m3/ha



PAPEL NOTARIAL DE ACTUACIÓN

Fh N° 174809



ESC. MARIA CLAUDIA PIAZZA CARRERO - 15970/3

Pino Taeda:

Año	m3/ha		
	Mínimo	Más Probable	Máximo
5	37.1	42.7	49.1
6	51.5	59.2	68.1
7	68.2	78.4	90.2
8	87.1	100.2	115.2
9	107.6	123.7	142.3
10	132.1	151.9	174.6
11	152.3	175.1	201.4
12	175.4	201.7	232.0
13	120.6	138.7	159.4
14	137.2	157.7	179.4
15	153.7	176.7	199.4
16	170.2	195.7	219.4
17	186.7	214.7	239.4
18	203.2	233.7	259.4
19	219.8	252.7	279.4
20	236.3	271.7	299.4
21	0.0	0.0	0.0

Primer Raleo	52.0	63.0	72.0	m3/ha
--------------	------	------	------	-------

E. Dunn:

Año	m3/ha		
	Mínimo	Más Probable	Máximo
1	0.0	0.0	0.0
2	0.7	1.3	2.0
3	9.2	14.0	18.2
4	26.7	37.0	46.0
5	49.4	64.8	79.3
6	74.1	94.2	114.3
7	98.9	122.9	148.7
8	122.7	150.1	181.2
9	144.7	175.0	211.0
10	164.7	197.4	237.9

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

[Handwritten mark]

[Handwritten signature]

dichos estándares. Las auditorías operativas se deberán realizar semestralmente durante los primeros 3 años y posteriormente en forma anual.

Una vez entregados los reportes de las auditorías 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

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 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.

8. 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.

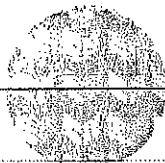
En su caso, la renuncia del Administrador no entrará en vigencia hasta que el Administrador sustituto haya asumido las responsabilidades y obligaciones del Administrador de conformidad con lo dispuesto en este Contrato.

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.

9. CAUSALES DE REMOCION DEL ADMINISTRADOR

9.1. Remoción con justa causa

Por decisión de la Mayoría Especial de Titulares, se procederá la remoción del Administrador,



ESC. MARIA CLAUDIA PIAZZA CARRERO - 15970/3

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 11 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 6 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 (incluyendo el caso que el Sr. Francisco Bonino dejara de cumplir funciones en la gerencia 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, ii) 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.

(i) Incumplimientos del Administrador a sus obligaciones como administrador de otros fideicomisos financieros de oferta pública existentes, siempre que dichos incumplimientos sean consecuencia de actuaciones de mala fe del Administrador en dichos fideicomisos.

(j) Baja en la calificación de riesgo por debajo del grado Inversor, que sea consecuencia de una mala gestión del Administrador, lo cual deberá quedar debidamente documentado en el Informe de Calificación, y siempre que el Comité de Vigilancia también emita un informe confirmando que existió mala gestión del Administrador.

El Administrador se obliga a informar al Fiduciario, en forma fehaciente, a más tardar al tercer Día Hábil siguiente al de haber tomado conocimiento por cualquier medio, el acaecimiento de cualquiera de las situaciones antes detalladas. 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.

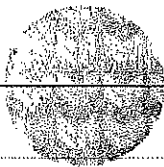
9.2. Remoción sin justa causa

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\$ 5.000.000 (Dólares cinco millones). 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.



ESC. MARIA CLAUDIA PIAZZA CARRERO - 15970/3

- Con evolución pre definida
 - Evolución esperada del precio de la Tierra. La evolución de su valor futuro será 2.56% 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, (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.

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, 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

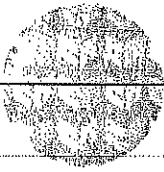
declaración jurada indicando todos sus Vinculados y se obliga a actualizar la misma toda vez que exista algún cambio.

Sin perjuicio de lo mencionado, se autoriza expresamente al Administrador a: (i) 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. (ii) contratar a AF Maderas S.A. para la gestión de ventas hacia el exterior, siempre que se cuente con la aprobación previa del Comité de Vigilancia, quien deberá; (a) verificar que la contratación permita obtener mejores condiciones que las que se obtengan en el mercado local, (b) comparar con otras alternativas del mercado, y (c) analizar la información que provea la contratada sobre los costos relacionados a la operación (modalidad "open book").

- (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 quién 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 nuevos 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.

Estarán exceptuadas de lo previsto en este literal la participación del Administrador en los Fideicomisos Financieros Bosques del Uruguay I y II.



ESC. MARIA CLAUDIA PIAZZA CARRERO - 15970/3

- (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 de US\$ 1.653.000 (un millón seiscientos cincuenta y tres mil) ajustada según paramétrica de conformidad con lo establecido a continuación; 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.

Esta retribución se ajustará en forma anual según una paramétrica que recoge la variación anual en el precio de las siguientes insumos y/o índices: precio del dólar billete Interbancario, precio del gasoil, Índice Medio de Salarios (IMS) e Índice de Precios al Consumo (IPC) anual de acuerdo a la forma siguiente:

$$\text{Paramétrica} = 0.6 * \text{Variación IMS} + 0.17 * \text{Variación del precio del gasoil} + 0.17 * \text{Variación del IPC} + 0.06 * \text{Variación del dólar.}$$

El precio de los insumos y el valor de los índices serán los informados por el Instituto Nacional de Estadísticas.

El monto de la retribución, una vez ajustado por la paramétrica no podrá ser mayor al 1.5% del valor resultante de la valuación anual del Fideicomiso vigente al momento del ajuste.

- (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\$ 190.000.000) se actualizará en ese año, utilizando la TIR obtenida anteriormente. 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 agregarse 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 Fideicomitados, la cancelación de los Valores y Pasivos, y la distribución del remanente neto de dicha liquidación, de existir.

13. APLICACIÓN DEL CONTRATO DE FIDEICOMISO

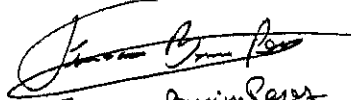
En todo lo no previsto en el presente Contrato, se regirá por el régimen dispuesto en el Contrato de Fideicomiso.

El presente contrato se suscribe en dos ejemplares del mismo tenor en la fecha indicada.

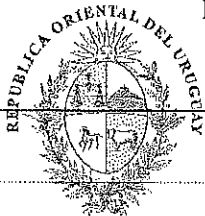
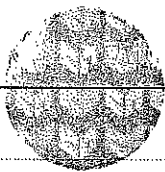
El Fiduciario



El Administrador del Fideicomiso



Francisco Bonino Paves.



PAPEL NOTARIAL DE ACTUACIÓN

Fh N° 174813



ESC. MARIA CLAUDIA PIAZZA CARRERO - 15970/3

TESTIMONIO. Las siete fojas de fotocopia que anteceden CONCUERDAN BIEN Y FIELMENTE con el documento original 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 Fh números 174806 al 174813 y lo sello, signo y firmo en Montevideo el veintidós de agosto de dos mil dieciséis.-



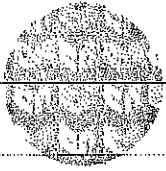
[Handwritten signature]
 Mg. CLAUDIA PIAZZA CARRERO
 ESCRIBANA PUBLICA
 MAT. N° 10750

ARANCEL OFICIAL

Art.	2
Montevideo \$	997
Mont. Not. \$	155
Folio. Remolal \$	—

[Handwritten signature]

4. ANEXO 4: CONTRATO DE ENTIDAD REPRESENTANTE Y MODIFICACIÓN.



ESC. MARIA CLAUDIA PIAZZA CARRERO - 15970/3

CONTRATO DE ENTIDAD REPRESENTANTE

En la ciudad de Montevideo, el día 22 de agosto de 2016, 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 3" (en adelante, el "Fideicomiso"), representada en este acto por Diego Rodríguez, con domicilio en Juncal 1392 de esta ciudad (en adelante el "Emisor" o "EF AFISA") y, por otra parte, Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A., representada en este acto por Eduardo Barbieri, con domicilio en Misiones 1537, piso 7 de esta ciudad (en adelante, la "Entidad Representante" o "BEVSA"); convienen en celebrar el presente Contrato de Entidad Representante (el "Contrato"), conforme a los siguientes términos y condiciones.

1. ANTECEDENTES

1.1. Con fecha 22 de agosto de 2016, se celebró un contrato de fideicomiso financiero denominado "Fideicomiso Financiero Bosques del Uruguay 3" entre EF AFISA en su calidad de Fiduciario, Agroempresa Forestal S.A. como Administrador y la Entidad Representante (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\$ 190.000.000 (en adelante, la "Emisión"), al amparo de lo dispuesto por la ley N° 18.627.

1.3. En función de los antecedentes reseñados, es intención del Emisor contratar a BEVSA para que oficie de entidad representante de los Certificados de Participación, de acuerdo a los siguientes términos y condiciones.

2. OBJETO

2.1 El Emisor designa en este acto a BEVSA como Entidad Representante de la emisión de los Valores al amparo de lo dispuesto en la Ley N° 18.627 (la "Ley de Mercado de Valores") y arts. 456, 457 y 464 de la Ley N° 16.060, Decreto Reglamentario N° 322/011, y Recopilación de Normas de Mercado de Valores del BCU y la Entidad Representante acepta dicha designación, sujeto a las condiciones previstas en el presente Contrato y asume la representación de los titulares de los Valores registrados ante el Fiduciario o la entidad registrante que eventualmente lo sustituya (en adelante, los "Titulares"), en los términos explicitados en el presente Contrato.

2.2 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

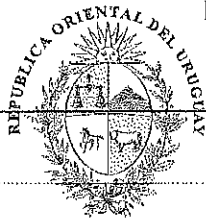
La Entidad Representante podrá entregar a los posibles Titulares copia del prospecto de emisión y de este Contrato y toda otra documentación en poder de la Entidad Representante requerida por normas del BCU y los reglamentos de las bolsas de valores donde coticen los Valores.

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



ESC. MARIA CLAUDIA PIAZZA CARRERO - 15970/3

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 N° 16.060).

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

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

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

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

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 y con derecho a voto 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 y con derecho a voto 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



ESC. MARIA CLAUDIA PIAZZA CARRERO - 15970/3

Representante podrá establecer un día de cierre de registro de los Titulares, a fin de determinar la identidad de los mismos. (d) Formalidades de la convocatoria: La Entidad Representante podrá apartarse de los requisitos formales de convocatoria antes señalados, cuando se reúnan los Titulares que representen la totalidad de los Valores emitidos y en circulación.

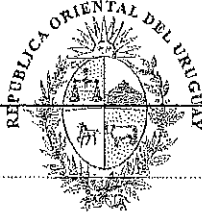
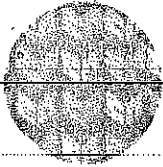
9.3 Desarrollo de las Asambleas. (a) Asistencia: Las únicas personas que estarán facultadas para asistir a las Asambleas de Titulares serán los Titulares registrados con derecho a voto, los representantes del Fiduciario, el Administrador, la Entidad Registrante, las Bolsas de Valores en las que los Valores coticen, el BCU y los asesores o terceros que la Entidad Representante razonablemente y a su exclusivo criterio acepte que asistan. (b) Presidencia de la Asamblea: Las asambleas serán presididas por la Entidad Representante o por un Titular o por cualquier tercero que la Entidad Representante designe. (c) Procedimiento para el desarrollo de la Asamblea: la Entidad Representante tendrá plenas y amplias facultades para resolver en forma inapelable cualquier duda o controversia que se plantee respecto al procedimiento para llevar a cabo la asamblea, pudiendo reglamentar su funcionamiento en cualquier momento, incluso durante el desarrollo de la asamblea, y sin que tal reglamentación, decisión o interpretación sea un precedente para otras situaciones en la misma asamblea ni para asambleas futuras, conservando la Entidad Representante en todos los casos las más amplias facultades de decisión inapelables. La Entidad Representante podrá disponer, entre otros aspectos, que una votación sea secreta. (d) Quórum de asistencia: El quórum de asistencia requerido para que la asamblea sesione válidamente será de Titulares que representen un porcentaje del valor nominal de los Valores, que sea igual o mayor al porcentaje que corresponda a las mayorías que se requieran para adoptar las decisiones que se proponen. A fin de determinar el quórum para sesionar y las mayorías correspondientes para resolver, no se tendrán en cuenta ni tendrán derecho a voto en las Asambleas de Titulares, aquellos Titulares que tengan vinculación directa o indirecta con el Fiduciario. Tampoco se tendrán en cuenta para determinar el quórum ni para la adopción de resolución, ni tendrán derecho a voto 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) 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 quorum 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 quorum 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 incumplimiento del Administrador, iniciar acciones legales contra el mismo o su remoción. (f) Mayoría Absoluta de Titulares: Toda resolución de Titulares se adoptará por el voto conforme de uno o más Titulares, cuyos Valores representen un valor nominal superior al 50% (cincuenta por ciento) del total de Valores emitidos y con derecho a voto. (g) Obligatoriedad de las resoluciones de las Asambleas: Toda decisión adoptada en una Asamblea regularmente celebrada por el voto de Titulares que representen el porcentaje requerido para dicha decisión, será obligatoria para todos los Titulares, aún para los ausentes o disidentes.

9.4 Competencia de las Asambleas. (a) Competencia. La Asamblea tendrá competencia para adoptar resolución sobre cualquier asunto contenido en el orden del día. La Asamblea de Titulares, por el voto conforme de uno o más Titulares, cuyos Valores representen en conjunto un valor nominal superior al 75% (setenta y cinco por ciento) del total de Valores emitidos y con derecho a voto, 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 descrito 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 prorrato 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



PAPEL NOTARIAL DE ACTUACIÓN

Fh N° 174817



ESC. MARIA CLAUDIA PIAZZA CARRERO - 15970/3

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 periodo anual. La remuneración constituirá un "Gasto del Fideicomiso" bajo el Fideicomiso y será descontada y abonada a la Entidad Representante, en los términos de dicho Contrato de Fideicomiso.

11. GASTOS Y TRIBUTOS

11.1 Serán de cargo del Emisor, en su calidad de fiduciario del Fideicomiso, todos los gastos que se generen por la celebración y cumplimiento del presente Contrato (incluyendo los honorarios profesionales de sus asesores legales), así como los tributos presentes o futuros que graven el mismo o su ejecución, los cuales el Emisor se obliga a pagar, en su calidad de Fiduciario del Fideicomiso, a solo requerimiento de la Entidad Representante, aceptando como líquida y exigible la liquidación que a tales efectos se le formule, y que se considerarán "Gastos" del Fideicomiso.

11.2 El Emisor en su calidad de Fiduciario del Fideicomiso, garantiza y se obliga ante la Entidad Representante a reembolsarlo y mantenerlo indemne por todo gasto, costo, honorarios profesionales, tributo o indemnización que sean de cargo del Fideicomiso (incluidos dentro de los "Gastos" del Fideicomiso) y que deba incurrir en cumplimiento de lo pactado, o para las gestiones extrajudiciales o la ejecución judicial de las obligaciones del Emisor bajo este Contrato, el Fideicomiso o los Valores, y que se considerarán "Gastos" del Fideicomiso.

12. CONDICIÓN SUSPENSIVA

Todas las obligaciones de la Entidad Representante emergentes del presente Contrato, están sujetas a la condición suspensiva de la efectiva emisión de los Valores.

13. LEY APLICABLE

Este Contrato se registrará en su totalidad y exclusivamente por las leyes de la República Oriental del Uruguay.

14. MORA AUTOMÁTICA, NOTIFICACIONES, DOMICILIOS ESPECIALES

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

14.2 Las partes acuerdan otorgar validez a todas las comunicaciones que se realicen por medio de telegrama colacionado u otro medio auténtico a los domicilios indicados en la 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.

239

TESTIMONIO. Las cuatro fojas de fotocopia que anteceden CONCUERDAN BIEN Y FIELMENTE con el documento original 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 Fh números 174814 al 174817 y lo sello, signo y firmo en Montevideo el veintidós de agosto de dos mil dieciséis.-

[Handwritten signature]
 M^{ca}. CLAUDIA PIAZZA CARRERO
 ESCRIBANA PUBLICA
 MAT. N° 10750



IMPORTE OFICIAL	
VL	8
Comodatas \$	634
Mont. Not. \$	98
Cedu. Cremial \$	—

[Handwritten signature]





ESC. MARIA CAMILA SPOSARO MARTINO - 17158/1

MODIFICACIÓN DE CONTRATO DE ENTIDAD REPRESENTANTE

En la ciudad de Montevideo, el día 27 de setiembre de 2016, 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 3" (en adelante, el "Fideicomiso"), representada en este acto por Nelson Mendiburo, 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 la modificación de Contrato de Entidad Representante (la "Modificación de Contrato"), conforme a los siguientes términos y condiciones.

1. ANTECEDENTES

1.1. Con fecha 22 de agosto de 2016, las Partes otorgaron un contrato de fideicomiso financiero por el cual se constituyó el Fideicomiso denominado "FIDEICOMISO FINANCIERO FORESTAL BOSQUES DEL URUGUAY 3" (en adelante el "Contrato de Fideicomiso") y luego realizaron ciertas modificaciones con fecha 27 de setiembre de 2016 ("Modificación de Contrato de Fideicomiso").

1.2. Con fecha 22 de agosto de 2016, las Partes celebraron un contrato de Entidad Representante ("Contrato de Entidad Representante") mediante el cual el Fiduciario contrató a BEVSA para que oficie de entidad representante de los certificado de participación emitidos bajo el FIDEICOMISO FINANCIERO FORESTAL BOSQUES DEL URUGUAY 3.

1.3. Actualmente las Partes acordaron modificar determinadas cláusulas del Contrato de Entidad Representante, de acuerdo a los términos que se indican a continuación:

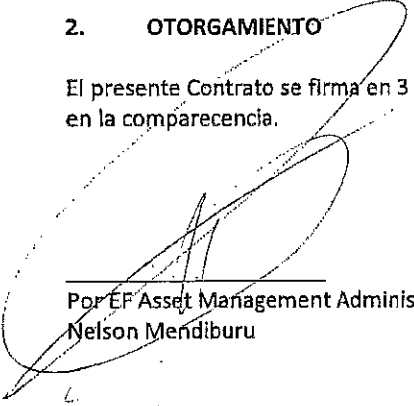
1. MODIFICACION DE LA CLAUSULA XX

Las Partes acuerdan agregar el siguiente literal (g) a la cláusula 3 OBLIGACIONES DEL FIDUCIARIO:

"(h) le informará trimestralmente el Plan anual de desembolsos y sus actualizaciones correspondientes, para que esta informe trimestralmente a los Titulares."

2. OTORGAMIENTO

El presente Contrato se firma en 3 (tres) ejemplares de igual tenor, en el lugar y fecha indicado en la comparecencia.


Por EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.
Nelson Mendiburo



Por Bolsa Electrónica de Valores Uruguay S.A.
Eduardo Barbieri



PAPEL NOTARIAL DE ACTUACIÓN

Fh N° 599256



ESC. MARIA CAMILA SPOSARO MARTINO - 17158/1

TESTIMONIO. Las 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 dos fojas de Papel Notarial de Actuación de la Serie Fh Números 599255 y 599256, y lo sello, signo y firmo en Montevideo el veintiocho de setiembre de dos mil dieciséis.-



ARANCEL OFICIAL	
Artículo	8
Honorarios \$	453
Mont. Notarial \$	70
Fdo. Gremial \$	-

Sn

Camila Sposaro
M^o CAMILA SPOSARO MARTINO
ESCRIBANA PUBLICA

Sn

5. ANEXO 5: INFORME DE CALIFICACION DE RIESGO

CARE

CALIFICADORA DE RIESGO

**CALIFICACIÓN DE RIESGO DE
CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN
EN EL DOMINIO FIDUCIARIO DEL
“FIDEICOMISO FINANCIERO
FORESTALBOSQUES DEL
URUGUAY III”**

Montevideo, setiembre de 2016

CARE

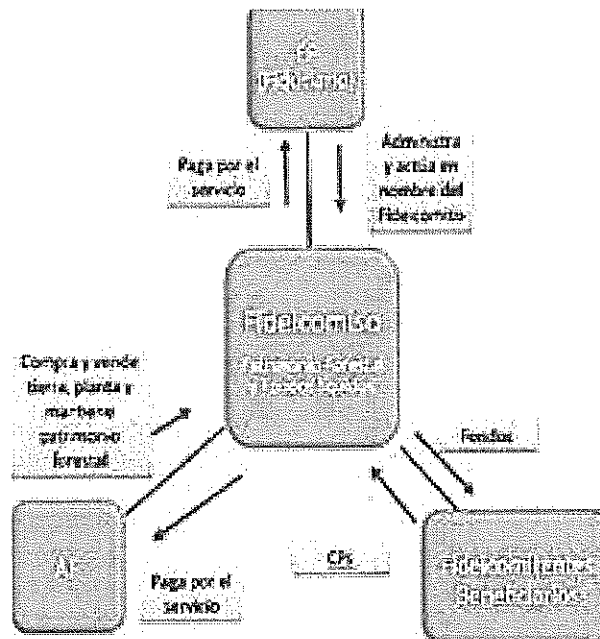
CALIFICADORA DE RIESGO

4	RESUMEN GENERAL
6	I INTRODUCCIÓN
11	II EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACION
13	III LA ADMINISTRACION,EL FIDUCIARIO Y EL OPERADOR
19	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS
29	V EL ENTORNO
36	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO
ANEXO I	INFORME DE OBRAS
ANEXO II	INFORME SOBRE MERCADO DE LA MADERA
ANEXO III	INFORME SOBRE EL MERCADO DE LA TIERRA

Calificación Emisión de Oferta Pública 28-9-2016

Denominación:	Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay III
Fiduciario:	EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversion
Operador (administrador) y Organizador:	Agroempresa Forestal S.A.
Agente de Registro y Pago:	EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversion.
Entidad Representante:	Bolsa Electronica de Valores del Uruguay S.A.
Titulos a Emitir:	Certificados de participacion
Moneda:	Dolares americanos
Importe de la Emision:	Hasta U\$S 190.000.000
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 .
Comité de Calificación:	Ing. Julio Preve, Cr. Martín Durán Martínez y Ing. Juan Peyrou
Manual de Calificación:	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas administradas por terceros

¹ La calificación otorgada puede estar sujeta a modificación en cualquier momento según se deriva de la metodología de trabajo de CARE



Resumen General

CARE ha calificado los certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero Bosques del Uruguay III con la calificación BBB+ (uy) de grado inversor.

A modo de resumen, los aspectos salientes de la calificación son:

- Un eventual negocio ya compuesto por la adquisición de 42,622 hectáreas, las cuales se encuentran forestadas con Eucalyptus y Pino, con un aprovechamiento del orden del 66%.
- 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 otros dos con el mismo negocio y actores intervinientes, en los que se viene cumpliendo a satisfacción los planes de negocios establecidos. En este caso además se plantea adquirir una extensión de tierras ya identificadas y con un negocio en marcha, con la cual se mitigan considerablemente los riesgos de adquisición y plantación.
- De modo especial se ha evaluado la capacidad de gestión de la empresa operadora del proyecto, Agroempresa Forestal S.A., incluyendo visitas a los predios administrados por ésta, 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 los Fideicomisos Financieros Forestales Bosques del Uruguay I y II, con la totalidad en un caso y la casi totalidad en el otro, de las hectáreas compradas y casi completamente forestadas.
- Al tratarse de un proyecto compuesto por activos de distinto grado de maduración, y al depender del proceso de cosecha y sustitución de los montes, se incluye en el Contrato de Fideicomiso (cláusula 10), una evaluación anual de estándares mínimos de desempeño por parte del Administrador sobre la ejecución de la plantación, el prendimiento y el IMA (incremento medio anual de los bosques).

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 Forestal Bosques del Uruguay III".

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 proyecto y el alcance de una rentabilidad mínima que se juzgue aceptable en ocasión de cada recalificación.

CARE Calificadora de Riesgo es una calificadora con registros y manuales aprobados por el Banco Central del Uruguay a partir 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, por el Ing. Julio Preve y el Ing. Juan Peyrou. Asimismo CARE contrató los servicios del Dr. Leandro Rama, cuyo informe se adjunta (ver Anexo I).

Más allá de las actualizaciones de norma la calificación puede variar ante la aparición de hechos relevantes. Se considerará un hecho relevante la evolución semestral del plan de negocios previsto en el Prospecto. El fiduciario se compromete a proveer esta información.

1 La calificación no representa una opinión sobre la administración pública de turno, ni tampoco es una auditoría financiera

2 Ver "Manual de calificación de finanzas estructuradas generadas por Intendencias Departamentales" Punto 3

3 El alcance es estas visitas y de la responsabilidad de la calificadora se encuentra detallado en el manual antes referido, en el punto 4.11

2. Antecedentes

Como antecedente más relevante de la emisión que se califica hay que mencionar a los Fideicomisos Financieros Forestales Bosques del Uruguay I y II, que emitieron certificados de participación en agosto de 2011 y en octubre de 2014 por un monto de 50 millones y 70 millones de dólares respectivamente. Estos fideicomisos, con idéntica administración que la que se propone, vienen cumpliendo a entera satisfacción con los planes de negocios originales, análogos al que se presenta en esta oportunidad. El cumplimiento de los planes se verifica no solo en los informes del administrador sino especialmente por las visitas 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 1.000 (mil dólares estadounidenses), y un valor nominal total máximo de U\$S 190.000.000 (ciento noventa millones de dólares estadounidenses).

El Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay III tiene como objetivo proveer a los inversores retornos a largo plazo logrados esencialmente a través del producto de las ventas de la madera y bosques en pie 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 como máximo, o hasta el momento en que se liquiden 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 ingresos por venta de bonos de carbono y pastoreo.
- Administración a cargo de Agroempresa 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 los Fideicomisos Financieros Forestales Bosques del Uruguay I y II, con la totalidad en un caso y casi la totalidad en el otro, de las hectáreas compradas y casi completamente forestadas.
- Adquisición de campos mayoritariamente forestados o a forestar. Se estima que con el monto de la emisión establecida será posible adquirir una superficie aproximada de 42,600 hectáreas de las cuales el 60% a 65% se encuentren forestadas con alguna de las especies comerciales de mayor implantación en el Uruguay, a saber Eucalyptus sp. y Pino sp. Idealmente las plantaciones deberían encontrarse a mitad de su ciclo productivo.

CARE

CALIFICADORA DE RIESGO

- Ubicación del proyecto en la zona 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.
- Al cierre del proyecto el ingreso total estimado por ventas corresponderá en un 70% a 80% a la venta de madera y/o bosques en pie, un 20% a 25% 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
- Al momento de la presentación de este documento se está completando el *duediligence* de un activo forestal compuesto por 47,281 hectáreas, de las cuales 14,398 hectáreas se encuentran forestadas con Eucalyptus y 16,968 hectáreas se encuentran forestadas con Pino, lo cual arroja un aprovechamiento del 66%. De este total se adquirirán 42.662 has, forestadas con eucalyptus y pino, en un aprovechamiento del orden del 66%.

CUADRO 1. Componentes de la Inversión del FF BDU III

	Miles US\$	Particip. (%)
Tierra y activo fijo	121.512	64%
Costos de producción	72.737	38%
Implantación/Compra de bosques	52.479	28%
Fee Administrador (Año 1 al 9)	12.562	7%
Impuesto Patrimonio	1.583	1%
Costos certificados carbono	424	0%
Costo Estructuración (Año 1 al 9)	2.478	1%
Otros	5.535	3%
Ingresos	-79.309	-42%
TOTAL	190.000	100%

Fuente: Prospecto de Emisión

- A medida que se registren las cosechas se establecerá una plantación eficiente y de alta calidad de las especies Eucalyptus Grandis (60% aproximadamente) y Eucalyptus Dunnii (40% 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, i.e. aserrío y celulosa.
- Durante el ciclo del proyecto se estima una producción de 10.4 millones de m³, a saber:
- Extracción de madera de bosques existentes al momento de adquisición del proyecto, 7.6 millones de m³:
 - * 1.37 millones de m³ de E. Dunnii, Maidenii y Globulus, con destino a pulpa
 - * 6.2 millones de m³ de Pino con destino a aserrío

- Extracción de madera de bosques plantados luego de la adquisición del proyecto, 2.8 millones de m3:
 - * 2.2 millones de m3 de E. Dunnii y E. Grandis con destino a pulpa
 - * 559 mil m3 de E. Grandis con destino a aserrío
- Con respecto a los ingresos, provienen de la venta de madera, venta de la tierra y bosques en pie al final del proyecto, ingresos por pastoreo, e ingresos por venta de certificados de carbono. La facturación estimada durante el ciclo del proyecto es de US\$ 1,232 millones. El 75% de las Ventas totales del proyecto corresponden a la venta de madera y bosques en pie.

CUADRO 2. Composición de los ingresos de BDU III

Concepto	Monto (US\$)	Participación
Madera	771,559,434	62.62%
Bosques en pie	166,765,659	13.53%
Pastoreo	11,245,224	0.91%
Tierra	280,621,627	22.78%
Bonos Carbono	1,928,757	0.16%
Total	1,232,120,701	100.00%
Fte. Emisor		

- Una estimación de TIR para el inversor, según el prospecto de emisión, de 9.1%.
- Sometido el flujo de fondos a efectos adversos en cuanto a la tasa de crecimiento de los bosques, el valor de compra de las tierras y de los costos operativos, resultó que la TIR muestra un rango de entre 8,01% y 10.6%, 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, incorporando aleatoriedad en el comportamiento de los precios de la madera, y de la tierra al momento de la venta, como principales fuentes de ingresos del proyecto. El resultado del mismo verificó un escenario de Tasas Internas de Retorno del proyecto en el que la media se ubicó en 9,18%, el mínimo en 7,73% y el máximo en 10,57%. A su vez en el 90% de los casos la TIR del proyecto se ubicó entre 8,53% y 9,87%, y para el 99% de los casos se ubicó por encima de la tasa de descuento adoptada (8%).
- Para el caso de la TIR del inversor, la media se ubicó en 8,48%, el mínimo en 7,18% y el máximo en 9,71%. A su vez en el 90% de los casos la TIR del proyecto se ubicó entre 7,9% y 9,09%, y para el 91,2% de los casos se ubicó por encima de la tasa de descuento adoptada (8%).

3. Información analizada y procedimientos operativos

La información analizada fue la siguiente:

- Prospecto de emisión
- Contrato de fideicomiso y su modificación del 27 de setiembre
- Contrato de operador
- Documento de emisión
- Estados Contables de Agroempresa Forestal.
- Estados Contables del Fiduciario al 31/12/2015 y balance intermedio al 30/6/2016 con informe de revisión limitada, con sus correspondientes Anexos, Notas e Informes de Auditor independiente (Deloitte) sin observaciones.
- Entrevistas con personal superior de Agroempresa Forestal. Incluye presentación de un avanzado due diligence
- Informe jurídico (Anexo I)
- Informe Sectorial sobre el Mercado Forestal (Anexo II)
- Informe Sectorial sobre el Precio de la Tierra (Anexo III)
- Calificación de los Fideicomisos Financieros Forestales Bosques del Uruguay I y II realizadas por CARE y sus sucesivas actualizaciones.

De acuerdo al Manual de Procedimientos de CARE para calificar finanzas estructuradas, el presente estudio se divide en cuatro capítulos, que se corresponden con lo que en el manual se denominan áreas de riesgo a saber:

- a) El papel o instrumento financiero, en este caso los certificados de participación.
- b) La administración; en este caso Agroempresa Forestal y Asset Managment
- c) Los activos subyacentes y flujos esperados.
- d) El entorno de mercados y políticas públicas, que pueden afectar el éxito del instrumento por incidir en la capacidad de la administradora de cumplir el mandato determinado en la constitución del fideicomiso.

Los procedimientos operativos seguidos en este caso, se encuentran detallados en el correspondiente manual. En esencia implican un modo de asociar en una única matriz de análisis, factores de riesgo cualitativos y cuantitativos, agrupados y ponderados según el punto de vista del comité de calificación, para culminar ese análisis en un puntaje que se equivale con una nota.

II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACION

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:	
Fiduciario:	Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay III EF Asset Management Administradora de fondos de Inversión S.A.
Operador administrador Agente de Registro y pago:	Agroempresa Forestal S.A.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\$ 190.000.000
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 ("Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay 3". Informe Jurídico). El mismo procura descartar cualquier eventualidad de conflictos derivados por ejemplo de la construcción jurídica, los contratos respectivos, el cumplimiento con normas vigentes, etc.

El informe recorre las contingencias objetivas y subjetivas de los contratos y finalmente concluye: "**En conclusión y contemplando todos los aspectos involucrados, el negocio fiduciario cuenta con un razonable grado de cobertura, no advirtiendo riesgos sustanciales asociados a contingencias jurídicas en el proceso de emisión**"

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 de los Fideicomisos anteriores I y II 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. El riesgo es moderado.

III. LA ADMINISTRACION

Las características de la emisión hacen necesario analizar dos empresas administradoras: EF Asset Management (EFAM) en su condición de emisora y fiduciaria del fideicomiso financiero, y Agroempresa Forestal S.A. (AF) en su condición de operadora del proyecto.

1. EF Asset Management (EFAM)

La empresa administradora o fiduciaria es EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A (EFAM). Se trata de una sociedad anónima cerrada que tiene por objeto la administración de fondos de inversión y fideicomisos de cualquier naturaleza. Fue inscrita en el Registro Nacional de Comercio el 7 de abril de 2003 con el N° 2014 – Ruc: 214769530012.

El 20 de agosto de 2003, el Banco Central del Uruguay (BCU) autorizó a la sociedad a funcionar en el marco de la Ley de Fondos de Inversión No. 16.774 del 27 de setiembre de 1996 y su modificación posterior en la Ley No. 17.202 de fecha 24 de setiembre de 1999.

El 9 de julio de 2004, el BCU (comunicación No. 2004/188) autorizó a la firma a actuar como Fiduciario Financiero en el marco de la Ley No. 17.703 de fecha 27 de octubre de 2003. Asimismo, en dicha fecha, la sociedad fue inscrita en el Registro de Mercado de Valores del BCU como Fiduciario Financiero.

El 23 de mayo de 2005, el BCU la autorizó a actuar como Fiduciario Profesional en el marco de la citada ley (17.703). En la misma fecha, la sociedad fue inscrita en el Registro de Fiduciarios Profesionales, Sección Fiduciarios Generales que lleva el BCU.

Dadas las características de la emisión, en una hipótesis de quiebra o liquidación de EFAM, en nada se verían afectados los activos del fideicomiso. Por otra parte en caso de incumplimiento de cualquiera de sus obligaciones está previsto que los titulares por mayoría absoluta podrían sustituirlo.

La evaluación incluye considerar la preparación profesional de los administradores para la toma de decisiones y para enfrentar los riesgos inherentes al negocio; su experiencia, y en general cualquier antecedente que pueda influir en la gestión.

Administración

La composición del Directorio se integra de la siguiente forma:

Presidente	Diego Rodríguez Castagno
Vicepresidente	Nelson Mendiburu
Síndico	Bruno Gilli
Síndico Suplente	Gonzalo Icasuriaga

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.

Son accionistas de la firma, en partes iguales, la Sra. Sandra González Vila y el Sr. Diego Rodríguez Castagno

Situación económica y financiera

El análisis de los EE.CC intermedios del 30 de junio de 2016, que se presentan con informe de revisión limitada (Deloitte), siguen mostrando 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 junio de 2016 representa un incremento de 11,68 % (en moneda corriente) respecto a diciembre de 2015. El ratio de liquidez se mantiene en niveles altos. Cabe mencionar que el activo no corriente se compone en buena medida por los depósitos en garantía a que está obligada la firma, según normativa vigente, por los fideicomisos que administra y en consecuencia son de disponibilidad restringida.

CUADRO 3: Datos del Estado de Situación de EFAM (miles de \$)

Concepto	30/6/16	31/12/15	31/12/14
Activo Corriente	14.899	8.892	7.242
Activo no Corriente	51.589	51.122	45.193
Total Activo	66.489	60.013	52.435
Pasivo Corriente	8.928	5.161	4.232
Pasivo no Corriente	32.115	32.069	30.520
Total Pasivo	41.044	37.230	34.752
Patrimonio	25.445	22.784	17.684
Total Pasivo y Patrimonio	66.489	60.013	52.435
Razon Corriente	1,67	1,72	1,71

Fuente: EE.CC EFAM

Consistentemente con lo anterior, los resultados de la firma siguen una tendencia positiva y creciente. En el cuadro siguiente, a modo informativo, se expresan resumidamente los resultados intermedios a junio 2016 y su comparativo con junio 2015 y el comparativo de los dos últimos ejercicios completos cerrados.

CUADRO 4: Estado de Resultados de EFAM (miles de \$)

Concepto	30/6/16	30/6/15	31/12/15	31/12/14
Ingresos Operativos	14.378	9.780	22.426	12.900
Gastos Adm. y Vtas.	(11.191)	(7.336)	(17.546)	(10.194)
Resultado Operativo	3.187	2.444	4.880	2.707
Resultados Financieros	378	1.112	2.176	1.848
Otros resultados				
IRAE	(903)	(788)	(1.956)	(968)
Resultado Integral del Ejercicio	2.661	2.767	5.100	3.587
Res Operativos/Ingresos	22,17%	24,99%	21,76%	20,98%
Res Ejercicio/Ingresos	18,51%	28,29%	22,74%	27,81%

Fuente: EE.CC de EFAM

En este caso, el incremento de los ingresos operativos representa un 47% de los alcanzados en el mismo período del año anterior, es decir, en el comparativo de seis meses a junio de 2016 y junio 2015. Si bien el resultado integral es levemente inferior al del período anterior este se explica por los resultados financieros ya que el resultado operativo es superior.

La cartera de fideicomisos administrados sigue aumentando; a junio de 2016 contaba 33 de distintos tipos en administración por lo que su expertise en esta función es incuestionable.

2 .Agroempresa Forestal S.A. (AF)

En el análisis de la empresa administradora se tuvo en cuenta la información surgida de distintas fuentes: en particular del prospecto informativo y muy especialmente de reuniones mantenidas por CARE con los principales de la firma que derivaron en informes complementarios.

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 los fideicomisos financieros denominados F.F. Forestal Bosques del Uruguay I y II (BDU I y II); operaciones en curso muy similares a esta que nos ocupa.

Los dos fideicomisos mencionados, antecedentes inmediatos de éste, administran entre ambos unas 20.000 hectáreas ya casi en su totalidad forestadas (en el área forestable obviamente). En consecuencia cabe preguntarse la capacidad de AF para seguir acumulando áreas bajo su administración máxime cuando esta tercera operación prevé incorporar unas 45.000 hectáreas adicionales.

En tal sentido corresponde analizar el historial de la firma.

AF comienza a administrar campos de fondos forestales en 2006. Estos fondos fueron organizados desde EE.UU por la firma Graham, Mayo, Van Otterloo (GMO). En total fueron 4 fondos que alcanzaron un área de aproximadamente 75.000 hectáreas de pinos y eucaliptus en 2014.

A esto se le suman las ya mencionadas 20.000 hectáreas de los fideicomisos denominados BDU I y II.

A nivel internacional, AF en Chile administra desde 2007 una superficie total de 15.000 hectáreas de campos forestados. En 2010 se instala en Brasil.

Es decir, AF lleva 16 años de operación en Uruguay y casi 10 años administrando patrimonios de distinto porte que a la actualidad superan las 100.000 hectáreas. En Uruguay, AF brindó servicios forestales a más de 300.000 hectáreas forestadas en los últimos cuatro años y administra activos forestales valuados en US\$ 150 millones.

CARE

CALIFICADORA DE RIESGO

Directorio: El Directorio está integrado por los socios; la dirección ejecutiva está a cargo del Ingeniero Agrónomo-MBA Francisco Bonino, presidente del grupo y fundador, mientras que la vicepresidencia la ejerce el Dr. Veterinario Gerardo Díaz Beltrán, socio fundador y empresario que se desempeña en varias áreas de negocio en Argentina (agropecuario, salud y alimentos para mascotas). El Dr. Díaz es además Presidente de la Confederación Económica de Misiones, entidad que nuclea empresas de esta provincia.

Al menos alguno de ellos participa regularmente de las reuniones bimensuales que en cada país realizan los grupos de dirección integrados por el Gerente General y los jefes de cada unidad de negocio.

Gerencias: Existe una gerencia general por país, encargada de la gestión integral de cada unidad de negocios. Ocupa el cargo de Gerente General en Uruguay el Ingeniero Industrial Mecánico-MBA Dan Guapura desde el año 2012. Es Industrial Mecánico, egresado de la Facultad de Ingeniería de la UDELAR, y es Master en Business Administration de la Universidad ORT. En el pasado ocupó cargos gerenciales en diversas empresas de gran porte.

Operaciones: AF se maneja con un esquema de estructura de RR.HH calificada pero relativamente pequeña tercerizando muchas de las funciones propias de su actividad. Sus operaciones están certificadas bajo la norma ISO desde el año 2004, poseyendo procedimientos de trabajo, controles de calidad, registros de no conformidades y 2 auditorías por año para asegurar un standard de gestión estable. Además, los bosques que AF administra han sido certificados por el FSC (ForestStewardship Council) desde hace 10 años lo que permite mostrar un nivel de gestión auditado externamente en todas las áreas de desempeño (ambiental, social, económica y administrativa).

Gestión Comercial: AF ha cosechado y vendido más de 1.8 millones de m3 durante los últimos 10 años.

Gestión Administrativa: Como consecuencia de trabajar para distintos fondos con diferentes estándares desarrolló un equipo capacitado para el cumplimiento de las tareas de reporting contable y financiero. AF incorporó el sistema ERP de Bit Sistemas para la gestión contable, stocks, proveedores y tesorería. Posee un software propio para la gestión de contratos, control de operaciones y stocks que permite vincular cada actividad con la sección del bosque donde ocurre. En 2014 incorporó el sistema Neozelandés GEOMASTER que organiza la información forestal y cartográfica de cada fondo administrado, permitiendo el rápido acceso al historial de cada lote o el manejo futuro del mismo. Además utiliza ArcGis para la gestión de la cartografía que es realizada por un equipo propio y especializado en este tema.

Estructura del Grupo

AF Global SRL es la empresa holding bajo la cual opera AF Administraciones Forestales. Las otras dos divisiones son La Novillada (Control de malezas y venta de agroquímicos) y AF Maderas focalizada en la exportación de rollos para aserrío y ventas de madera en el mercado doméstico. En los últimos 5 años las empresas del grupo alcanzaron una facturación de US\$ 5.5 millones en promedio.

Situación económico financiera

La firma cierra balance el 31 de diciembre; en la oportunidad se contó con el cierre al 31/12/15 auditado por Deloitte.

En cuadros siguientes se exponen las principales partidas de los EE.CC citados y su comparativo con el ejercicio anterior. El ejercicio 2015 arrojó resultados inferiores al ejercicio anterior debido fundamentalmente a pérdidas por diferencia de cambio y al pago de demandas laborales de ejercicios anteriores. De todas formas, los resultados siguen siendo positivos y la firma sigue distribuyendo dividendos lo que explica la caída del patrimonio.

CUADRO 5: Estado de Situación Patrimonial A.F (miles de u\$s)			
Concepto	31/12/15	31/12/14	31/12/13
Total Activo	1.593	1.432	1.846
Activo Corriente	743	969	1.419
Activo no Corriente	850	464	427
Total Pasivo	1.240	822	1.001
Pasivo Corriente	911	822	1.001
Pasivo no Corriente	329	-	-
Patrimonio	353	610	845
Total Pasivo y Patrimonio	1.593	1.432	1.846
Razón Corriente	0,82	1,18	1,42

Fuente: EE.CC AF

CUADRO 6: Estado de Resultados A.F (miles de u\$s)			
Concepto	31/12/15	31/12/14	31/12/13
Ingresos Operativos netos	2.707	3.699	3.345
Costo Bs y Servicios	(1.501)	(2.271)	(1.813)
Resultado Bruto	1.206	1.428	1.532
Gastos Adm y Ventas	(1.111)	(1.037)	(609)
Resultado Operativo	95	391	923
Resultados Financieros	(81)	(11)	(24)
Resultados Diversos	-	119	-
Resultados antes impuestos	14	499	898
IRAE	2	(112)	(223)
Resultado del Ejercicio	17	387	676
Res Bruto/Ingresos	44,55%	38,61%	45,80%
Res Ejercicio/Ingresos	0,63%	10,46%	20,21%

Fuente: EE.CC AF

Por todo lo expuesto, se considera que AF está capacitada para gestionar esta operación. Por otra parte se destaca que, más allá de la magnitud de la misma, de acuerdo al diseño previsto y descrito en otra sección de este informe, se trata de adquirir un área ya identificada y forestada. De esta forma, se obvian dos riesgos normalmente relevantes en este negocio: la identificación y adquisición de tierra y la implantación de los árboles.

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, se considera que el riesgo de incumplimiento de la administradora y del fiduciario con las responsabilidades del proyecto es bajo.

Riesgo de conflictos, derivado de la posibilidad de juicios capaces de interferir con el mandato recibido y en tanto la existencia de provisiones 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 el contrato en función de diversos resultados, circunstancias y eventual vacancia de parte del actual presidente de AF Ing. Francisco Bonino.

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, se invertirá tanto en la compra como en el arrendamiento de inmuebles rurales para el posterior desarrollo de la actividad silvícola, en las condiciones previstas en el Contrato, 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 Contrato.

Gobierno Corporativo

El diseño de gobierno corporativo que asigna funciones al fiduciario, al operador y al comité de vigilancia, lo que 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).

Proyección del Flujo de Fondos

En el Cuadro 7 se describe el Flujo de Fondos del Proyecto. Las proyecciones se presentan por un período igual a la duración del negocio, o sea 20 años.

Los supuestos utilizados en las proyecciones, los cuáles CARE considera razonables, son:

- Distribución temporal de las tierras compradas,
- Monto asignado a la inversión inicial.
- La asignación de ingresos por venta de madera, venta de los campos, venta de los bonos de carbono y pastoreo.
- Las 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 como el valor de los campos están fundamentados en un razonable 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 calificadoradora.
- Por otra parte, la proyección no ha tenido en cuenta el reciente anuncio de la instalación de una nueva planta de celulosa que, obviamente agrega nuevas oportunidades de negocios.

Es importante aclarar que las proyecciones no consideran ninguna obra de infraestructura de transporte en los próximos 20 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

CUADRO 7. Flujo de fondos inversor (miles US\$)

Año	Aporte inicial	Retiros	Flujo de fondos	TIR
2016	-171.432	-	-171.432	9,10%
2017	-2.384	-	-2.384	
2018	-2.741	-	-2.741	
2019		-	-	
2020	-13.443	-	-13.443	
2021		10.785	10.785	
2022		- 15.863	15.863	
2023		- 22.384	22.384	
2024		6.505	6.505	
2025		-	-	
2026		- 22.908	22.908	
2027		- 30.639	30.639	
2028		- 31.057	31.057	
2029		29.452	29.452	
2030		- 8.425	8.425	
2031		- 11.074	11.074	
2032		-	-	
2033		-	-	
2034		- 27.043	27.043	
2035		- 43.243	43.243	
2036		527.182	527.182	

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 9.19 % 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.

CUADRO 8. Valores máxs, míns y promedios TIR VAN

	Mínimo	Prom.	Máxs
TIR proyecto	8.65%	9.95%	11.45%
VAN (millones US\$)	16.18	52.31	104.15
TIR inversor	8.01%	9.19%	10.55%

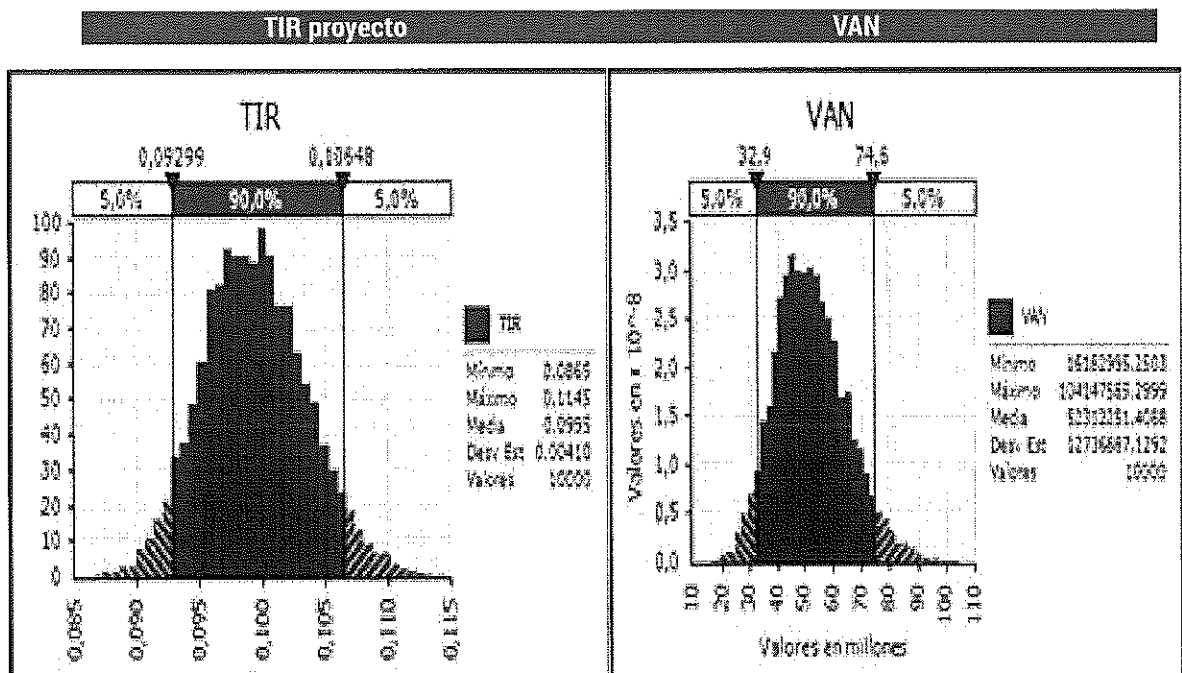
Fuente: Prospecto de Emisión

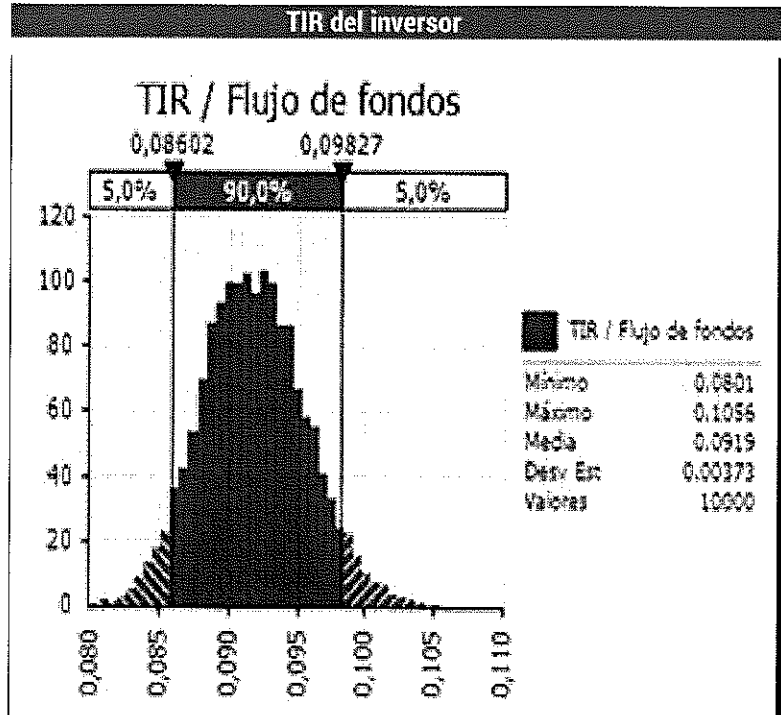
2.1 Análisis de riesgo, escenario adverso.

Con el objetivo de sensibilizar la tasa interna de retorno del Proyecto, el Prospecto de Emisión presenta un análisis de sensibilidad apoyado en el método de simulación Monte Carlo. Éste consiste en asignar distribuciones de frecuencia a algunas variables exógenas del modelo, de forma de generar aleatoriedad al análisis.

Se sometió el flujo de fondos a efectos adversos en cuanto a la tasa de crecimiento de los bosques, el valor de compra de las tierras y de los costos operativos, resultó que la TIR muestra un rango de entre 8,01% y 10,6%, según diversas opciones productivas, y sensibilizaciones realizadas. En el momento actual la variabilidad en el precio de compra de la tierra, en tanto la misma se hará a razón de USD 2851 la ha, que incluye un 2.18% de costos de transacción.

El Prospecto presenta los gráficos de las distribuciones de los indicadores del proyecto de la siguiente forma:





Con el objetivo de sensibilizar la tasa interna de retorno del Proyecto, el VAN del proyecto y la TIR del inversor, CARE realizó un nuevo análisis de sensibilidad apoyado en el método de simulación Monte Carlo.

En el prospecto se realiza un análisis de sensibilidad tomando en cuenta una simulación Montecarlo que daba aleatoriedad al precio de compra de las tierras, al crecimiento de los árboles y a los costos. Si bien el precio de compra de las tierras es un factor muy relevante, resulta el factor más previsible, ya que son los eventos que se producen más en el corto plazo y por lo tanto la estimación suele ser más certera.

Tomando en cuenta estas consideraciones y que se sensibilizaron las variables mencionadas, se optó por sensibilizar otros aspectos del proyecto.

Tratándose de un proyecto forestal los principales ingresos provienen de esa explotación, pero para tener una cuantificación de su importancia en los ingresos totales, se calculó el valor presente neto (o valor actual neto) de los ingresos. El cuadro 9 presenta el valor resultante de traer a valor presente todos los ingresos del proyecto a una tasa de descuento del 8%. De este cuadro puede observarse que el 83% de los ingresos está ligado a la evolución de los precios de venta de la madera, tomando en cuenta que la Venta de bosque en pie está directamente relacionada con los precios de la madera. A su vez, el 16% proviene de la venta de la tierra.

CUADRO 9. Valor Actual Neto de los ingresos operativos

Ingresos operativos	USD	%
Venta de madera y pulpa	309,225,228	74%
Venta de tierra	65,644,588	16%
Venta de Bosque en Pie	35,779,273	9%
Ingresos certificado carbono	1,237,226	0%
Ingresos por pastoreo	5,666,867	1%
Total	417,553,183	100%

Fuente: CARE

Por tanto, en el presente trabajo se procederá a sensibilizar los precios de cada especie según su destino final, así como la tasa de variación del precio de la tierra. De esta forma, se están sensibilizando las variables que determinan el 99% de los ingresos del proyecto.

Para los precios de la madera se adoptaron distribuciones triangulares para cada uno de los precios, tomando como valores mínimo y máximo un 10% por debajo y 10% por encima, respectivamente, del valor adoptado por el proyecto. Para el caso de la variación anual del precio de la tierra, si bien el modelo plantea un crecimiento conservador, tomando en cuenta que el crecimiento de las tierras forestales en los últimos 15 años fue del 16% anual, el presente trabajo se plantea una exigencia mayor al modelo, adoptando una variable triangular que tiene una variabilidad de 2,5% en el entorno del valor adoptado en el modelo (2,56%)

CUADRO 10. Variables sensibilizadas y distribuciones adoptadas

Variable	Unidad	Distrib.	Mínimo	Más prob.	Máximo
Precio pulpa Dundi	USD/m3	Triangular	54.90	61	67.1
Precio pulpa Grandis	USD/m3	Triangular	49.50	55	60.5
Precio aserrío Grandis	USD/m3	Triangular	81.00	90	99
Precio pulpa Pino	USD/m3	Triangular	22.50	25	27.5
Precio aserrío Pino	USD/m3	Triangular	40.50	45	49.5
Tasa anual de variación del precio de la tierra	%	Triangular	0.06%	2.56%	5.06%

Fuente: CARE

En las proyecciones del proyecto no se prevé un crecimiento real del precio de madera para pulpa, lo que representa un escenario conservador dado que en los últimos 20 años la tendencia ha sido creciente. Por otro lado, el proyecto sí prevé un crecimiento real de la madera con destino a aserradero. Como forma de estresar más aun el proyecto, se optó por disminuir en 1% el crecimiento real del precio de las 2 especies con destino a aserradero.

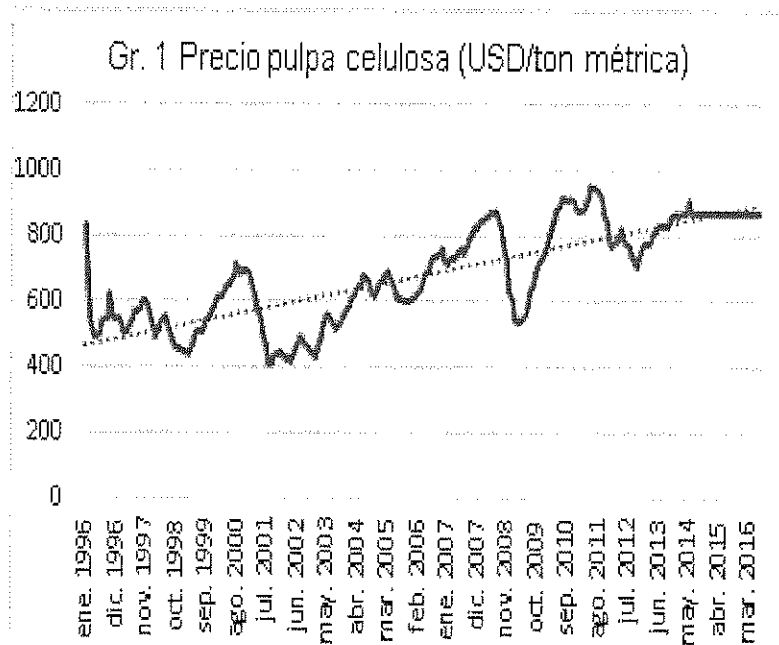
CUADRO 11. Tasa de crecimiento real de la madera de aserrío

Especie	1	2
Eucalyptus Grandis	1,5%	0,5%
Pino	2%	1%

1. Prevista en el proyecto

2. Adoptada para la sensibilización

Fuente: CARE



Fuente: CARE elaborado en base a datos de Indexmundi ²

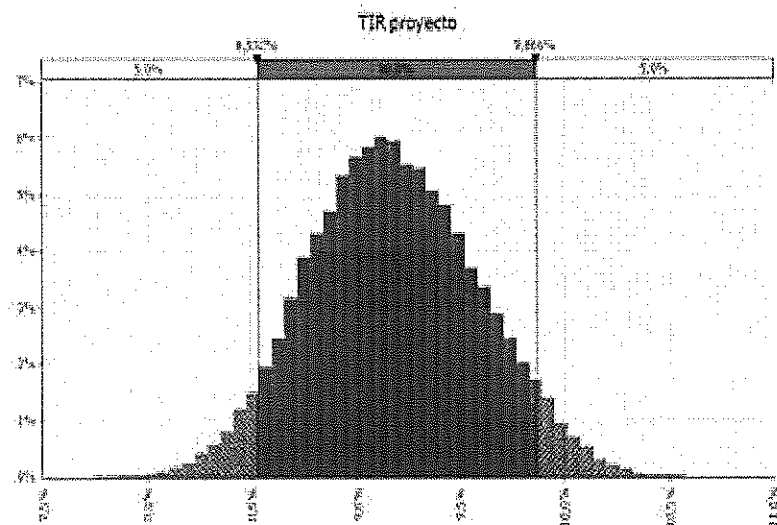
². Descripción: Pulpa de celulosa (Suecia), madera suave, sulfato, blanqueada, secada al aire, c.i.f. puertos del Mar del Norte: Disponible en <http://www.indexmundi.com>

CARE

CALIFICADORA DE RIESGO

Utilizando el programa informático @risk se procedió a realizar la sensibilización del proyecto, adoptando 50.000 iteraciones para la misma. Se obtuvo una distribución probabilística de la TIR y el VAN del proyecto, así como de la TIR del inversor.

En el caso de la TIR del proyecto, la media se ubicó en 9,18%, el mínimo en 7,73% y el máximo en 10,57%. A su vez en el 90% de los casos la TIR del proyecto se ubicó entre 8,53% y 9,87%, y para el 99% de los casos se ubicó por encima de la tasa de descuento adoptada (8%).



En el caso del VAN del proyecto con una tasa de descuento del 8%, la media se ubicó en USD 30.878.380, el mínimo en USD -6.467.068, el máximo en USD 71.997.070. A su vez en el 90% de los casos el VAN del proyecto se ubicó entre USD 13.185.570 y USD 50.796.710 y para el 99% de los casos el VAN fue positivo, lo que equivale a decir lo que adelantáramos en el párrafo anterior, que la TIR se ubicó en esos casos por encima de la tasa de descuento adoptada.

Para el caso de la TIR del inversor, la media se ubicó en 8,48%, el mínimo en 7,18% y el máximo en 9,71%. A su vez en el 90% de los casos la TIR del proyecto se ubicó entre 7,9% y 9,09%, y para el 91,2% de los casos se ubicó por encima de la tasa de descuento adoptada (8%).

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 ³, 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 ⁴) 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 ⁵, 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

$$E(r_i) = r_f + \beta_{im}(E(r_m) - r_f) + Er_p$$

Donde:

E(ri): Tasa de retorno esperada del capital

β : Riesgo sistemático propio respecto del riesgo de mercado. ⁶

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 ⁷.

³ El prospecto de emisión supone una tasa de descuento del 7,5%.

⁴ Weighted Average Cost of Capital

⁵ A. Damodaran, "Estimating Equity Risk Premiums" Stern School of Business

⁶ Se consideraron los betas promedio de compañías del sector forestal en mercados emergentes según A. Damodaran

⁷ 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, promediando para la tasa libre de riesgo⁸ y para la tasa de riesgo país, el promedio del último semestre.

Aplicando estos valores se llega a una tasa de retorno esperada para el capital del 7,4%. Este valor es inferior a la TIR esperada del inversor en CPs (9.19%), e incluso menor a los valores menores resultantes de las sensibilizaciones, 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.

Riesgo de manejo forestal endógeno .⁹

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 donde 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.*

⁸. Bonos del Tesoro de Estados Unidos a 10 años

⁹. 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).

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 los activos y la plantación de los árboles.

Otro riesgo de políticas públicas sería la amenaza, de parte del Estado, de actuar contra las modalidades de propiedad y explotación que propone el fideicomiso. Pero el hecho de constituir este fideicomiso, el cuarto con características similares, permite arribar a conclusiones más robustas.

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.

5.1 Riesgo Económico y de Mercado

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 biomásas 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.
- Incremento en los últimos años de las inversiones en madera por parte de inversores institucionales y fondos. El retorno económico de las inversiones en forestación viene dado por el crecimiento biológico del árbol y por la apreciación en el valor de la tierra. Por su propia naturaleza el crecimiento biológico genera valor, el cual se acumula gradualmente en el árbol.
- En los últimos diez años el retorno promedio de las inversiones forestales ha sido del 4.1%, superior a los retornos de otros indicadores como el S&P 500 Index, o los índices de bonos del tesoro¹⁰.
- 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.
- 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.

5.2 Sobre el precio de la madera y de la tierra

Lo que se incluye en este punto derivan de los Anexos II y III que se adjuntan.

El precio de la madera

El precio más importante y por tanto el juicio más determinante para la calificadoradora es el de la madera. Esto se fundamenta en que más del 70% de los retornos de la inversión se explican por el valor de la madera.

¹⁰ Se toma como referencia el indicador del NCREIF Timberland Index

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 actualizó 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 presentan firmes y se proyectan crecientes, según la revisión bibliográfica citada.

Del Anexo II se destaca lo siguiente:

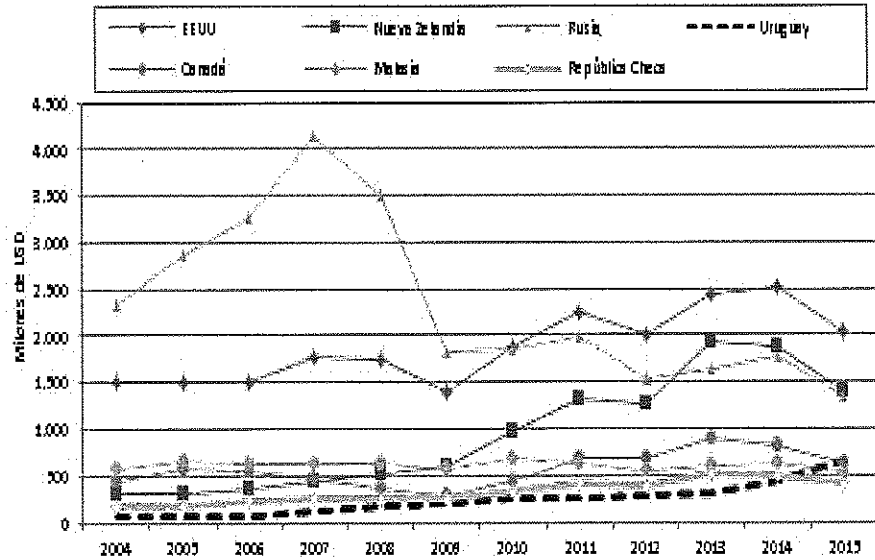
"El sector forestal ha exhibido un importante dinamismo tanto en los países desarrollados como los emergentes. Presenta importantes desafíos para los próximos años donde el aprovisionamiento de la materia prima será estratégico para las empresas del sector. Las políticas medioambientales que protegen los bosques nativos, las regulaciones en lo referente al trabajo sectorial, las nuevas demandas derivadas como lo son el uso para bio combustibles son algunos de los factores que incidirán en el futuro del sector a nivel global."

Y por otra parte señala: *"La demanda y los precios de los productos forestales se presenta firme y se proyecta creciente, según la revisión bibliográfica citada"*.

En el mercado de madera relevante para el proyecto, el de madera en bruto (NCM 4403), Uruguay ha venido ganado protagonismo rápidamente en los últimos años, situándose en 2015 en el quinto puesto en el ranking según el valor de las exportaciones¹¹. El mismo es liderado por Estados Unidos, Nueva Zelanda y Rusia

¹¹. Base de datos de TradeMap

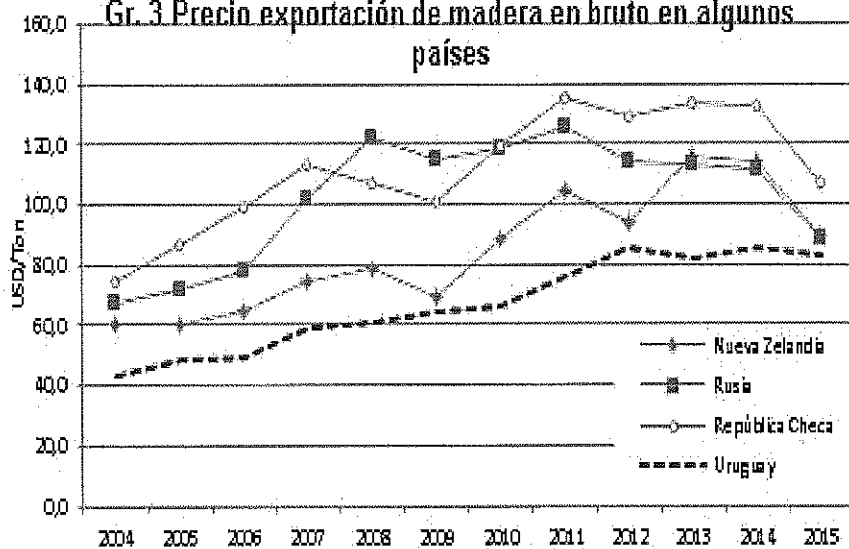
Gr.2 Exportaciones de madera en bruto por país



Fuente: elaborado en base a datos de TradeMap

El precio de exportación de este producto ha mostrado una tendencia creciente en todos los países exportadores, mostrando Uruguay el menor de los valores entre los cuatro países seleccionados, pero mostrando también mayor estabilidad en su evolución.

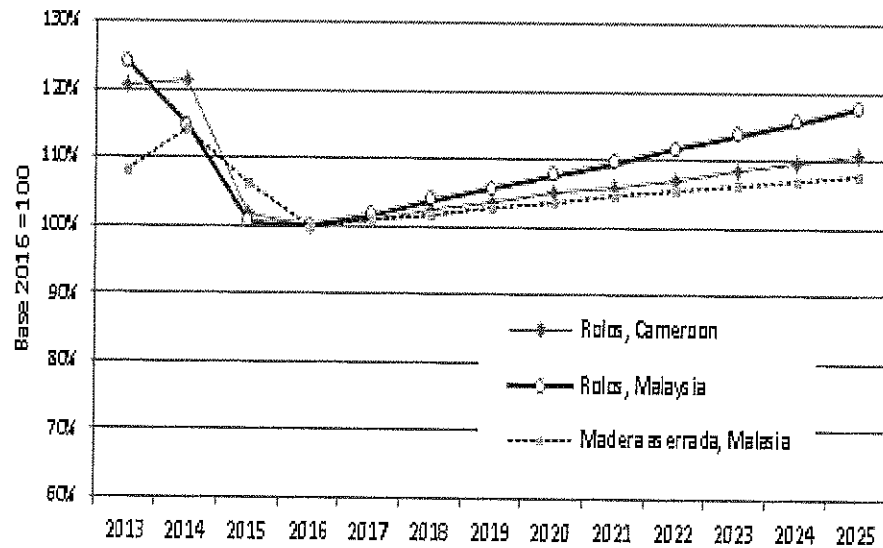
Gr.3 Precio exportación de madera en bruto en algunos países



Fuente: Trade Map

Por último, las últimas proyecciones presentadas por el Banco Mundial, en abril de 2016, para un período de nueve años, plantean un incremento sostenido de los precios desde 2016 hasta el fin del período, tanto para madera en rolos – con tasas superiores al 1% anual- como para madera aserrada (0.85% anual)..

Gr. 4 Proyección del Índice de Precios de la madera aserrada y en rolos según BM



Fuente: Banco Mundial, abril de 2016

El precio de la tierra

El precio de la tierra, el segundo en nivel de importancia, ha visto modificada su evolución de fuerte apreciación en dólares, con una caída en 2015, y una insinuada estabilidad en 2016, según datos del primer semestre.

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 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."

El comportamiento del precio de la tierra en Uruguay, ha mostrado una tendencia creciente, con una marcada aceleración desde 2003 en adelante, que se revierte en 2015 y parece mantenerse en 2016, según cifras del primer semestre de este año ¹². Este cambio de tendencia a partir de 2015, es consistente con lo que se verifica en otros países, como Estados Unidos y Brasil (ver Anexo II: Informe Sectorial "Precio de la tierra de uso agropecuario en Uruguay; Actualización setiembre de 2016). En efecto si bien en Brasil el comportamiento del precio de la tierra en dólares, es muy variable debido a que es un mercado que se transa en moneda brasileña, es consistente con la tendencia a estabilizarse e incluso disminuir, que se verifica en el mercado norteamericano.

De todas formas, CARE analizó el comportamiento de las tasas promedio de evolución del precio de la tierra en intervalos de diferente cantidad de años, sobre una base de datos que se inicia en 1969. Los datos muestran una muy alta tasa de valorización en términos de dólares corrientes, para todos los intervalos considerados; es de destacar, por el contrario, la marcada caída en la variabilidad a medida que se aumenta el intervalo entre compra y venta. Para el intervalo de veinte años, se registra un desvío standard del 2.5% y un coeficiente de variación del 30%.

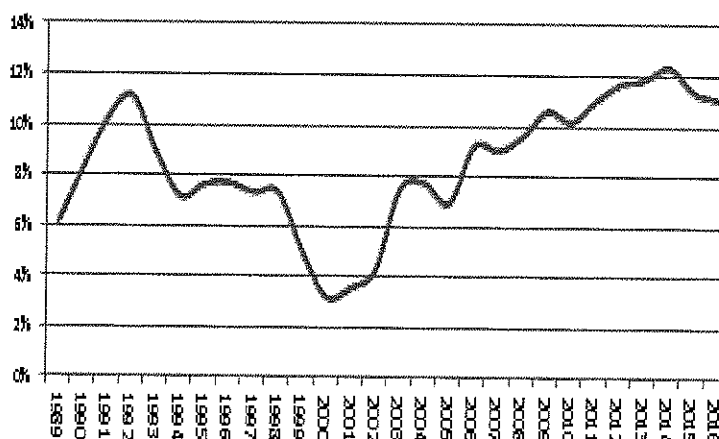
¹². SERIE "PRECIO DE LA TIERRA" Compraventas Primer Semestre 2016, publicado el 19 de septiembre de 2016

Cuadro 12. Tasas de evolución y variabilidad del precio de la tierra, en diferentes intervalos.

	Periodos considerados (años)					
	7	8	9	12	15	20
Tasa promedio	9%	9%	9,10%	8,10%	10,10%	8,50%
Desv. St	10%	9%	8,30%	6,30%	3,20%	2,50%
Coef. Var.	109%	99%	92%	78%	32%	30%

La evolución anual de este indicador muestra una tendencia que se atenúa hacia el final del período, pero se mantiene en valores por encima del 10% de crecimiento anual.

Gr. 5 Tasa de variación promedio anual precio tierra en períodos de 20 años



Fuente: elaborado en base a datos de DIFA-MGAP

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 momento 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. El reciente anuncio de la instalación de una nueva planta de celulosa, disminuye el grado de incertidumbre en este sentido.

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 aserrado¹³ 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.

¹³ De reciente reorientación de la política forestal

VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

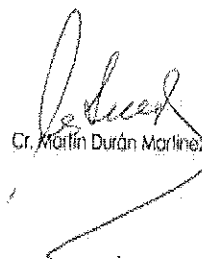
El dictamen se construye a partir de la asignación de ponderadores y puntajes a los factores de riesgo que integran cada área de riesgo (los títulos, la fiduciaria y la administradora, los activos subyacentes y el flujo de fondos, y el entorno). Dispuestos en una matriz, los indicadores de cada factor 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)¹⁴ de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.

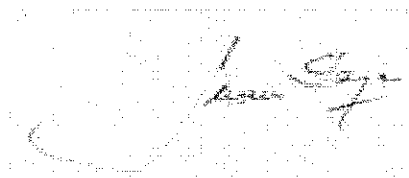
¹⁴ BBB+(uy). Se trata de instrumentos que presentan un riesgo medio bajo para la inversión, ya que evidencian un desempeño aceptable y suficiente capacidad de pago en los términos pactados. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su 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. La inclusión del signo + indica que la calificación se acerca más a la categoría superior. Grado de inversión mínimo.



Ing. Julio Freve



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Juan Peyrou

ANEXO I
INFORME DE CONTINGENCIAS JURIDICAS

Rama & Bankvicerias

ESTUDIO JURÍDICO NOTARIAL

"FIDEICOMISO FINANCIERO FORESTAL BOSQUES DEL URUGUAY 3".

Informe Jurídico.

I – Introducción.

El fideicomiso proyectado es el tercero que organiza Agroempresa Forestal SA., en el marco del desarrollo de su actividad forestal y a partir de la decisión de recurrir al mercado de valores para su financiamiento mediante el vehículo del negocio fiduciario, contratando como fiduciario, también en este caso, a EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión SA. La primera estructura data del año 2011 y la segunda del año 2014. En ambos casos la finalidad fue el desarrollo sustentable de la plantación de bosques para la producción de madera destinada al mercado de aserrío y pulpa, tanto en el ámbito doméstico como internacional.

En el presente caso y dentro de la misma finalidad general, el proyecto tiene la variante que los inmuebles para ser adquiridos y/o arrendados por el fideicomiso deberán estar mayormente forestados. En efecto, con el monto de la emisión se estima la posibilidad de contar con una superficie aproximada de 46.000 hectáreas, de las cuales entre el 60% y el 65% se encuentren forestadas con alguna de las especies comerciales referidas y que dichas plantaciones se encuentren a la mitad de su ciclo productivo.

No obstante, se replica en la especie la estructuración jurídica y financiera. El Fiduciario emitirá mediante oferta pública, Certificados de Participación cuyos suscriptores iniciales (Fideicomitentes), aportarán los fondos que el Fiduciario invertirá en la compra o arrendamiento de los inmuebles rurales para el desarrollo de la actividad silvícola, según las recomendaciones del Administrador, el Plan de Negocios y las demás condiciones y procedimientos que se desprenden del Prospecto Informativo y sus plexos convencionales centrales, a saber: el Contrato de Fideicomiso Financiero y el Contrato de Administración.

De la compulsas 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 en cuanto a su constitución formal y aspectos relacionados con la capacidad de los contrayentes. En cuanto al fondo, no se advierten obstáculos jurídicos que impidan o pongan en riesgo el rendimiento esperable bajo los certificados de participación a emitirse.

Las estructuras fiduciarias precedentes fueron analizadas e informadas positivamente y a la fecha no hemos recibido información sobre eventos de incumplimiento que pudieran comprometer la satisfacción de los derechos de participación de los inversores. No obstante, este 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, con 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.

Rama & Bankviceras

ESTUDIO JURÍDICO NOTARIAL

II – El contrato de Fideicomiso Financiero.

El objeto del contrato es la emisión de Certificados de Participación (CP), de acuerdo al artículo 25 de la Ley 17.703 y las pautas establecidas en el Prospecto Informativo. Se emitirán por hasta U\$S 190.000.000, con un valor nominal de U\$S 1.000 cada CP y se llevará a cabo dentro de los 60 días siguientes de la inscripción en el Banco Central del Uruguay. Si bien se estima que la inversión insumirá un período de 20 años en términos aproximados, el Fideicomiso estará vigente hasta que se liquiden todos sus activos y cancelen todas sus obligaciones; naturalmente respetando siempre el plazo legal máximo de 30 años.

Con los fondos que se obtengan de la colocación de los Valores, el Fiduciario invertirá en la compra y/o arrendamiento de los inmuebles rurales situados en el país, según el Plan de Negocios y las instrucciones del Administrador para el desarrollo de la actividad forestal planificada.

Por su parte, los fondos 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 como categoría 1 por el BCU”*. En ningún caso podrá invertirse en valores no permitidos para los Fondos de Ahorro Previsional.

En función de lo anterior, el patrimonio del fideicomiso estará constituido por todos estos elementos que en el Contrato se identifican bajo el término **“Activos”**, definido 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”*.

Emisión de los Valores. Los términos centrales de la emisión surgen de las cláusulas 16 a 19 del Contrato y en particular del Prospecto Informativo en lo atinente a la suscripción e integración de los CP, en función de la remisión de la cláusula 19 del Contrato.

Los CP serán escriturales y de oferta pública. Se emitirán a favor de sus Titulares mediante el Documento de Emisión cuyo modelo luce anexo al Prospecto y tendrán cotización bursátil en la Bolsa de Valores de Montevideo SA y en BEVSA.

En cuanto a los derechos que otorgan los CP 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 7 no habrá distribuciones, pues aún de existir disponibilidades anuales, las mismas se aplicarán a cubrir futuros gastos e inversiones. No obstante, conviene tener presente que el Contrato define a los Fondos Netos Distribuibles como los *“efectivamente percibidos por el Fideicomiso originados en rentas por la explotación del negocio, que surgen de deducir de las disponibilidades al cierre del 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”* (31 de diciembre de cada año).

Rama & Bankviceras

ESTUDIO JURÍDICO NOTARIAL

Suscripción e integración. En cuanto a la suscripción, se dividirá la emisión en dos etapas. La primera etapa, se establece como tope de suscripción el 10% de la emisión total proyectada, o sea, U\$S 1.900.000 y con un máximo de suscripción por cuenta inversora de U\$S 50.000. En este tramo se aceptarán y adjudicarán los CP a precio fijo y a prorrata por el monto de las ofertas presentadas. También se hará un prorrateo en la adjudicación en caso que la demanda supere el monto máximo ofrecido. La segunda etapa se hará por el equivalente al Importe de la Emisión deducidos los CP suscriptos en la etapa anterior.

La integración se hará en forma diferida: los suscriptores deberá realizar una primera integración por el equivalente al 5% de lo adjudicado, al día siguiente al cierre del período de suscripción. Las siguientes integraciones se realizarán a los 30 días calendario de recibida la solicitud del Fiduciario y de acuerdo con lo dispuesto por el Administrador. En todos los casos el diferimiento en la integración debe completarse dentro de los 5 años siguientes a la suscripción.

En cuanto al régimen de responsabilidad de las partes, tanto para el Fiduciario como para el Administrador se trata de una responsabilidad subjetiva en tanto la culpa es el factor de atribución. Asimismo los comprende el estándar del buen hombre de negocios; en el caso del Fiduciario esto se desprende de la lectura del artículo 16 de la Ley 17.703 y en el caso del Administrador del contexto del artículo 83 de la Ley 16.060.

En cuanto a su regulación interna, los plexos convencionales establecen en forma adecuada las soluciones para los casos de incumplimiento del Fiduciario en el Contrato (cláusula 27). Respecto del Administrador la cláusula 13 del Contrato lista las causales de remoción en relación directa con el incumplimiento de sus obligaciones, todo lo cual se encuentra contemplado en el contrato de Administración. En el próximo segmento de este informe se abordarán en particular las facultades y atribuciones que tienen los Titulares sobre estos aspectos, ya sea actuando en Asambleas o por intermedio del Comité de Vigilancia.

Otros aspectos de la estructura.

El Fiduciario deberá constituir una **Reserva para Contingencias** y una **Reserva de Liquidación del Fideicomiso** (cláusulas 39 y 40 respectivamente). La primera deberá atender eventuales contingencias legales derivadas de reclamaciones de daños y perjuicios, ya sea que fueran reclamados en forma extrajudicial o judicial. La segunda apunta básicamente a cubrir contingencias tributarias o de otro tipo que recaigan sobre el fideicomiso en ocasión de la liquidación del fideicomiso. Lógicamente si no se presentara la contingencia, los fondos reservados pasarían a ser remanentes y como tales deben ser distribuidos entre los Titulares.

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. Se prevé que el Fiduciario inscriba el contrato en el RNAP (cláusula 44). Dentro de este marco normativo general el Fiduciario estará obligado a rendir cuentas de su gestión (art. 18) y de conformidad a pautas de la cláusula 33 del Contrato.

Por su parte, resultan de aplicación las normas de la Ley 18.627 que prevén la intervención de una Entidad Registrante (en el caso el Fiduciario), quien será responsable de llevar el Registro

Rama & Bankviceras

ESTUDIO JURÍDICO NOTARIAL

de Valores Escriturales, efectuando las pertinentes anotaciones en cuenta de sus respectivos titulares. A su vez, 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 anexo en el Prospecto.

III – Contingencias jurídicas.

Bajo este acápite se analizan los posibles riesgos del emprendimiento, que se desglosan en aquellos de tipo subjetivo y relacionados con la capacidad y poder normativo negocial de las partes, y los objetivos que refieren al cumplimiento del Plan de Negocios en todas sus etapas y en aras de la satisfacción del interés y derecho de los inversores – beneficiarios.

(i) Aspectos subjetivos

Del Fiduciario. EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A., 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.

De los Fideicomitentes Beneficiarios. En lo atinente a los requisitos de capacidad jurídica y poder normativo negocial de los beneficiarios (Titulares de los CP), 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.

Cabe puntualizar que según la cláusula 19, el Administrador se obliga a adquirir durante el período de suscripción CP por un monto mínimo de U\$S 1.900.000, y mantener dicha participación durante toda la vida del fideicomiso en tanto sea el Administrador. El incumplimiento de esta obligación será causal de rescisión, sin costo o responsabilidad para los Titulares. Según surge del Prospecto, en la actualidad el Directorio de Agroempresa Forestal SA lo integra el Ing. Agr. Francisco Bonino como su Presidente y como Gerente General el Ing. Industrial Mecánico Dan Guapura.

(ii) Aspectos objetivos.

Según viene dicho, este bloque está dedicado a los 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. Se consideran tres aspectos relevante: **a)** las autorizaciones administrativas previas del proyecto, en tanto son establecidas como condiciones resolutorias del Fideicomiso; **b)** las exigencias contractuales impuestas al Administrador y el régimen de responsabilidad que ello implica y **c)** la injerencia de los Titulares en la marcha del negocio forestal, tanto a través de las Asambleas como del Comité de Vigilancia.

a. Autorizaciones Previas.

En primer lugar se deberá gestionar ante el Poder Ejecutivo las autorizaciones que ordena la Ley 18.092 y su Decreto reglamentario N° 225/007, para la titularidad del fideicomiso del derecho de propiedad sobre los inmuebles rurales que sean adquiridos así como explotaciones agropecuarias. Están comprendidos en el ámbito subjetivo de la norma legal, 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

Rama & Bankvicerias

ESTUDIO JURÍDICO NOTARIAL

oferta pública en la bolsa de valores. La autorización se otorga en cada caso e indicará los inmuebles que se autorizan al efecto y deberá autorizar, además, 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"*.

b. Obligaciones del Administrador.

Este tipo de fideicomisos financieros donde la finalidad es el desarrollo de un emprendimiento productivo, son desarrollados u operados por un especialista denominado administrador, gestor, sponsor, etc. Esto implica que un haz obligacional en principio perteneciente al fiduciario se desplaza hacia esta persona ajena al esquema legal del fideicomiso pero imprescindible para el cumplimiento de su fin. La delegación o tercerización de tareas o funciones se verifica mediante una convención singular o dentro del propio contrato constitutivo del fideicomiso. En la especie sucede lo primero, sin perjuicio de anotar que el elenco obligacional central que asume Agroempresa Forestal SA se replica en las cláusulas 8 a 11 del contrato de fideicomiso. A nuestro juicio esta delegación es plenamente válida y eficaz aunque la Ley 17.703 no lo diga en forma expresa.

En todo caso, la transferencia no comprende aquellas obligaciones que la ley mandata en forma personal, privativa e indelegable al fiduciario: emitir los valores, administrar el patrimonio fiduciario y las cuentas fiduciarias, adquirir o arrendar los inmuebles, rendir cuentas de su gestión, llevar una contabilidad separada y en especial, pagar los derechos emergentes de los CP en las oportunidades señaladas. Estas pautas despejan toda duda al respecto. En efecto, el objeto de su contratación es: *"cumplir la tarea de administrar los bienes Fideicomitados y llevar adelante la implementación del Plan de negocios" (...). Sin perjuicio de esto, el Fiduciario mantendrá la responsabilidad por las tareas subcontratadas a éste"*.

La implementación del Plan de Negocios está diseñada en las cláusulas 9 y 10 del Contrato (replicadas en el Contrato de Administración). El primero refiere a la selección, adquisición y/o arrendamiento de los inmuebles, con la singular participación del Comité de Vigilancia en todo ese proceso. Asimismo se establecen pautas sobre la vinculación con terceros en la ejecución del plan productivo: *"será responsable por seleccionar y controlar a los contratistas que presten tareas al Fideicomiso (...)"*. Además: *"El Administrador será responsable por los reclamos que se*

Rama & Bankviceras

ESTUDIO JURÍDICO NOTARIAL

generen con empresas tercerizadas, solamente cuando éstas se hayan iniciado por incumplimiento del Administrador de alguna de las obligaciones de control de contratista en el Plan de Negocios". Esta previsión contractual tiene especial relevancia en el ámbito de la Ley 18.251, siendo la forestación un sector de actividad fuertemente segmentado y con alta siniestralidad.

La cláusula 10 establece los criterios de evaluación anual de cumplimiento de los estándares mínimos de desempeño por parte del Administrador, pauta que constituye sin dudas una sólida herramienta en manos de los Titulares para el control de cumplimiento en la ejecución del Plan; tanto en los aspectos temporales para la tenencia de la tierra, la plantación, el incremento medio anual (IMA) y demás aspectos relacionados. Por su contundencia se debe reproducir el último inciso de la cláusula: *"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**".*

Las causales de revocación están asaz desarrolladas en la cláusula 13 distinguiendo aquellas que derivan de una "justa causa", o sea eventos de incumplimiento; y por otro lado las hipótesis de remoción "sin justa causa" (13.2). La cláusula 15 establece criterios adecuados para evitar conflicto de intereses entre Fiduciario y Administrador; las cláusulas 37 y 38 pautan recíprocas y solventes indemnidades, en la forma de estilo y para las hipótesis allí referenciadas.

Con todo lo cual, añadiendo las atribuciones y competencias de los Titulares que se comentarán a continuación; constituye un marco suficiente de contralor de la marcha del negocio.

c. Actuación de los Titulares.

En la medida que el derecho de los Titulares está condicionado al resultado económico del emprendimiento, quien invierte en el dominio fiduciario está asumiendo compartir los riesgos de la actividad productiva, que como viene dicho, desarrolla una persona distinta del fiduciario. En este marco de riesgo compartido y delegación de la actividad productiva, adquieren particular relevancia las prerrogativas que se confieren a los Titulares de los CP para incidir en el proceso productivo, todo lo cual se canaliza a través de la actuación en las Asambleas y del Comité de Vigilancia.

Asamblea de Titulares (cláusula 31).

Para tener derecho a voto los Titulares deben estar registrados ante el Fiduciario pues será la Entidad Registrante. Cada CP otorga derecho a un voto. El principio es que la Asamblea resuelve cualquier tema que se proponga por el voto conforme de uno o más titulares cuyos valores representen un valor nominal superior al **50%** de los valores emitidos y con derecho a voto (**Mayoría Absoluta de Titulares**). Por su trascendencia hay ciertas decisiones que requieren el voto conforme de uno o más titulares que representen un valor nominal superior al **75%** de los valores emitidos y con derecho a voto (**Mayoría Especial de Titulares**). Estas decisiones son: modificar las condiciones de la emisión de los valores; determinar la forma de enajenación de los bienes del patrimonio; designar la persona encargada para ello; la extinción del fideicomiso en caso de insuficiencia patrimonial; aprobar la venta anticipada, a partir del quinto año, a propuesta del Administrador o de la Asamblea, en este último caso si la venta implica que la TIR del proyecto sea superior al 9.5%; aprobar cambios en el Plan de Negocios propuestos por el Administrador; aprobar la prórroga de la venta de los Activos al final del

Rama & Bankviceras

ESTUDIO JURÍDICO NOTARIAL

proyecto forestal por hasta 3 años, o aún por más de 3 años con el consentimiento del Administrador; la sustitución de la Entidad Representante; la remoción del Administrador y la sustitución del Fiduciario en caso que su incumplimiento lo justifique.

Comité de Vigilancia (cláusula 32).

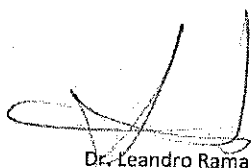
Se prevé la creación de un Comité de Vigilancia con hasta tres miembros designados por Mayoría Absoluta de Titulares y cuyas atribuciones se relacionan con el control de las gestiones del Administrador y del Fiduciario en el cumplimiento de los contratos, del Prospecto Informativo y del Plan de Negocios; para lo cual cuentan con amplias facultades de inspección, consulta, revisión y verificar que la información que reciban los Titulares sea oportuna, suficiente y veraz.

Tiene la facultad medular de aprobar – o en su caso observar - las compras y arrendamientos de tierras, a cuyos efectos el Administrador deberá remitirle toda la información relacionada con el negocio en cuestión (en especial c. 9); aprobar estos negocios cuando la contraparte sea una persona Vinculada al Administrador.

Tendrá asimismo competencia para autorizar la solicitud del Administrador para utilizar fondos adicionales cuando superen el 20% del presupuesto anual; designar al técnico para que lleve adelante las auditorías operativas de cumplimiento de los estándares mínimos, y deberá elaborar y presentar a los Titulares y al Fiduciario en forma trimestral, un informe con las tareas de fiscalización y control realizadas en dicho lapso.

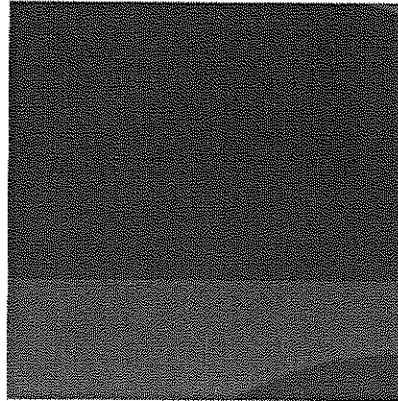
En conclusión y contemplando todos los aspectos involucrados, el negocio fiduciario cuenta con un razonable grado de cobertura, no advirtiendo riesgos asociados a contingencias jurídicas en el proceso de emisión.

Montevideo, 12 de setiembre de 2016.-



Dr. Leandro Rama

ANEXO II
INFORME SECTORIAL PRECIO DE LA MADERA



EL SECTOR FORESTAL

Actualización

Setiembre de 2016

CARE Calificadora de Riesgo SRL

Índice

Resumen Ejecutivo	3
1.1 Comercio internacional y demanda de productos forestales	5
<i>Madera en Rolo</i>	6
<i>Madera para Aserrado</i>	8
<i>Tableros de Madera</i>	10
<i>Fibras</i>	11
<i>Papel y Cartón</i>	12
<i>Combustible de Madera</i>	15
3. Mercado Regional y Local	16
2.1 Mercado Regional	16
2.1 Mercado Doméstico	16
3.2 Proyecciones de demanda y de precios de madera en pie	18
6. Conclusiones	20
Referencias Bibliográficas	21



Resumen Ejecutivo

En el presente 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 derivadas 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.

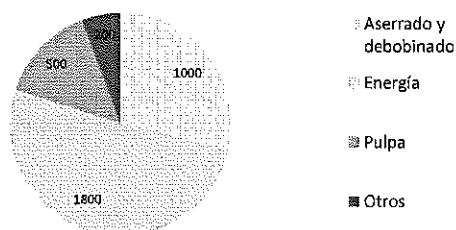
Un pequeño grupo de países representa la mayor parte de la superficie forestada en el mundo. China, Estados Unidos, Rusia, India y Japón representan alrededor del 70% de los recursos forestales mundiales. Solamente 18 países superan el millón de hectáreas de plantaciones forestales. Los recursos forestales 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.



DESTINO DE LA MADERA
En metros cúbicos



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 cambio 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 es Canadá, primer exportador del mundo con 320 millones de hectáreas de bosques de coníferas; EE.UU.; Escandinavia; Finlandia y Rusia. Nueva Zelanda 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 latifoliadas 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 rolo¹, de la madera aserrada², de los tableros de madera³, de las fibras⁴, del papel y cartón⁵ y de los combustibles de madera⁶.

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

¹La madera en rolo es utilizada para cualquier propósito menos para energía. Consta de: madera para pulpa; trozas, aserrar y chapas; y otras maderas en rolo (p.ej., postes telegráficos y postes para cercas).

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.

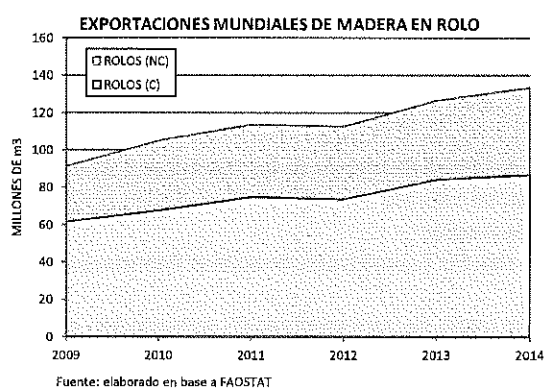
⁶ El combustible de madera es la madera en rolo que se utiliza como combustible para diferentes propósitos como para cocinar, calefacción o para la producción de energía eléctrica y que incluye la madera que se utilizara para hacer carbón vegetal.



(incluyendo la Federación de Rusia) representa el 30 % (520 millones de m³); América del Norte con 28 % (480 millones de m³), Asia Pacífico con 23% (400 millones de m³); América Latina y el Caribe con 14% (230 millones de m³); y África con el 4% (70 millones de m³).

El comercio mundial de madera en rolo ha mostrado un marcado dinamismo en los últimos años, superando en 2014 los 130 de m³. Este mercado muestra una tasa de crecimiento en los últimos seis años de 6.5% anual⁷, y está comprendido por un segmento de rolos de coníferas que representa el 66% del total y el resto de rolos de latifoliadas. El sector más dinámico es de las latifoliadas (8%).

Los precios de los rolos de coníferas tiene un precio sensiblemente menor, en el entorno de los USD 100/m³, en tanto que los de latifoliadas superan en los últimos años, los doscientos dólares. A su vez los precios han mostrado un sostenido crecimiento, del entorno del 5% en el último sexenio.



Evolución del precio de la madera en rolo en USD/m³

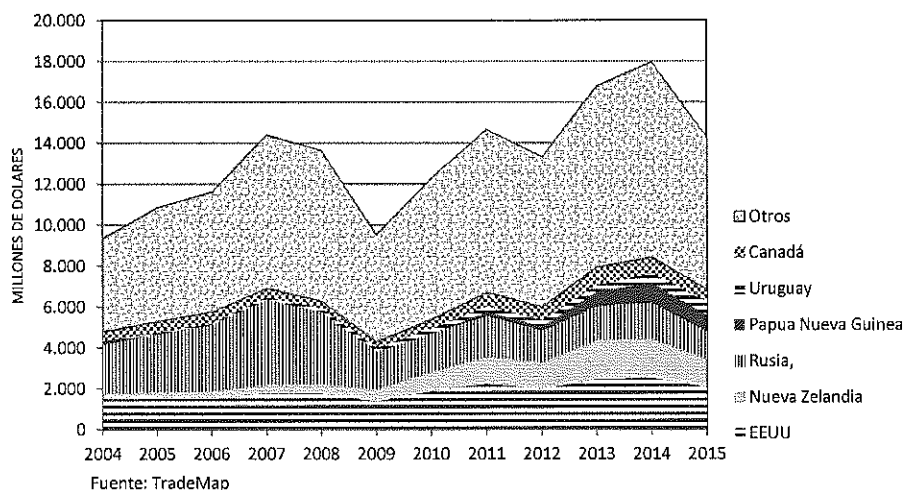
AÑOS	CONIFERAS	NO CONIFERAS	TOTAL
		Subtotal	
2009	79	164	107
2010	91	178	122
2011	106	199	138
2012	101	190	132
2013	103	202	136
2014	101	218	142

La comercialización internacional de la madera bruta (NCM 4403), muestra una tendencia creciente en el monto total del valor con oscilaciones en el corto plazo, de acuerdo con la base de datos de TradeMap. Según describe la gráfica siguiente, en 2014 se alcanzó los 18 mil millones de dólares, cayendo a 14 mil millones en 2015. Los principales exportadores han sido Rusia y Estados Unidos, pero en los últimos años han ganado participación otros países como Nueva Zelanda, Papúa Nueva Guinea, y Uruguay.

⁷ Información de FAOSTAT



EXPORTACIONES DE MADERA BRUTA EN VALOR Y POR PRINCIPALES PAÍSES



Madera para Aserrado

La producción mundial de madera aserrada se encuentra en aproximadamente 438 millones de metros cúbicos en 2014 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 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. Alcanza un volumen de 130 millones de m3 y es un mercado que está creciendo a una tasa del 4.5% anual y los principales países productores de madera aserrada son los siguientes:

PRODUCCION DE MADERA ASERRADA TOTAL

Pais	m3	Particip.	Acumulado
Total mundial	438,73	100%	
EEUU	74,80	17%	17%
China, Continental	68,37	16%	33%
Canadá	41,89	10%	42%
Federación de Rusia	33,90	8%	50%
Brasil	15,23	3%	53%
Chile	7,86	2%	55%

China y Estados Unidos son los principales productores del mundo y también son los dos principales consumidores de madera aserrada. Los exportadores de mayor importancia cuantitativa, incluyendo madera aserrada de coníferas y no coníferas, son Canadá y Rusia fundamentalmente seguidos por Suecia, Alemania, Finlandia y Estados Unidos.

Discriminado según el tipo de madera, (conífera o no) se verifican cambios. En el mercado de la madera aserrada de coníferas alcanza a superar los 100 millones de m3, con un crecimiento anual del 4.5%, tiene un mayor nivel de concentración, ya que los mayores



cinco países explican el 70% del total comercializado, y son Canadá, Rusia, Suecia Finlandia y Alemania.

PRINCIPALES EXPORTADORES DE MADERA ASERRADA DE CONÍFERAS

País	Vol. Físico	Monto	Porcentaje	
	m3	Miles de USD	Individual	Acumulado
Canadá	28,94	7.563	26%	26%
Rusia	21,68	3.552	20%	46%
Suecia	12,13	3.436	11%	57%
Finlandia	7,46	2.038	7%	64%
Alemania	6,83	1.729	6%	70%
Austria	4,87	1.320	4%	74%
EEUU	3,04	1.179	3%	77%
Rumania	2,95	633	3%	80%
Chile	2,88	704	3%	82%
Letonia	2,27	626	2%	84%
Nueva Zelandia	1,70	610	2%	86%
República Checa	1,69	392	2%	87%
Ucrania	1,16	165	1%	88%
Brasil	1,12	231	1%	89%
Bélgica	1,00	305	1%	90%
Eslovenia	0,94	250	1%	91%
Otros	5,95	2.449	5%	96%

Fuente: FAOSTAT

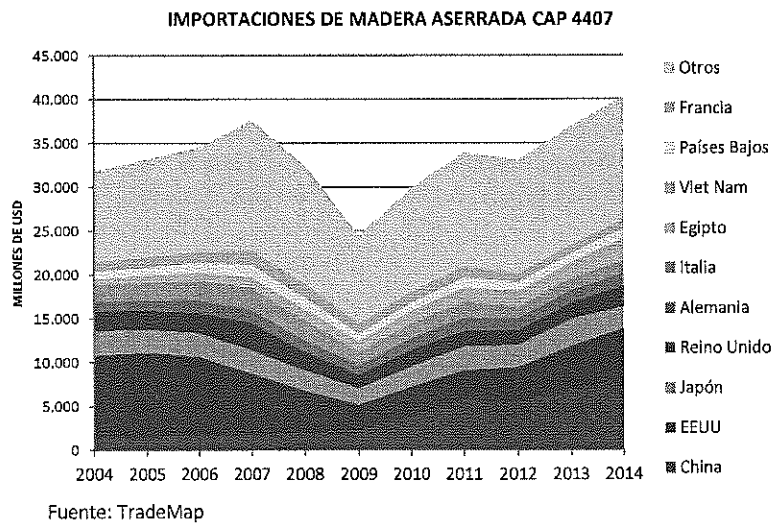
En cuanto a la madera aserrada de no coníferas, el volumen transado es sensiblemente menor, llegando en 2014 a superar los 22 millones de m3, pero con una tasa de crecimiento mayor (5.9% anual), la participación es más difundida, y para alcanzar el 70% del comercio, se requiere acumular las exportaciones de 15 países. Esta participación está liderada por dos Estados Unidos, Malasia, Tailandia y República de Lao.

PRINCIPALES EXPORTADORES DE MADERA ASERRADA DE NO CONÍFERAS

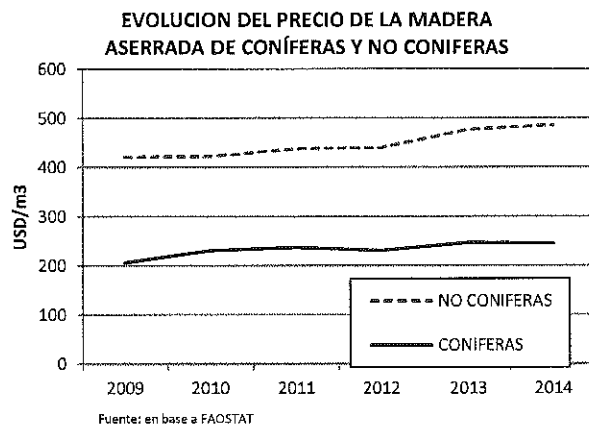
País	Vol. Físico	Monto	Porcentaje	
	m3	Miles de USD	Individual	Acumulado
EEUU	3,90	2.337	17%	17%
Malasia	1,95	810	9%	26%
Tailandia	1,94	889	9%	35%
Lao	1,13	717	5%	40%
Indonesia	0,95	335	4%	44%
Rusia	0,91	171	4%	48%
Croacia	0,87	339	4%	52%
Rumania	0,75	278	3%	55%
Alemania	0,69	394	3%	58%
Gabón	0,61	255	3%	61%
Canadá	0,56	285	2%	63%
Letonia	0,51	116	2%	66%
Camerún	0,51	384	2%	68%
Filipinas	0,49	114	2%	70%
Viet Nam	0,41	240	2%	72%
Francia	0,40	206	2%	74%
Otros	5,95	2.449	26%	100%

Fuente: FAOSTAT

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 Japón, Reino Unido y Alemania, con un consumo estable en los últimos años.



Los precios de estas maderas, tienen una trayectoria ascendente en los últimos años, a una tasa de aproximadamente el 3% anual, tanto para la madera aserrada de coníferas como de no coníferas.



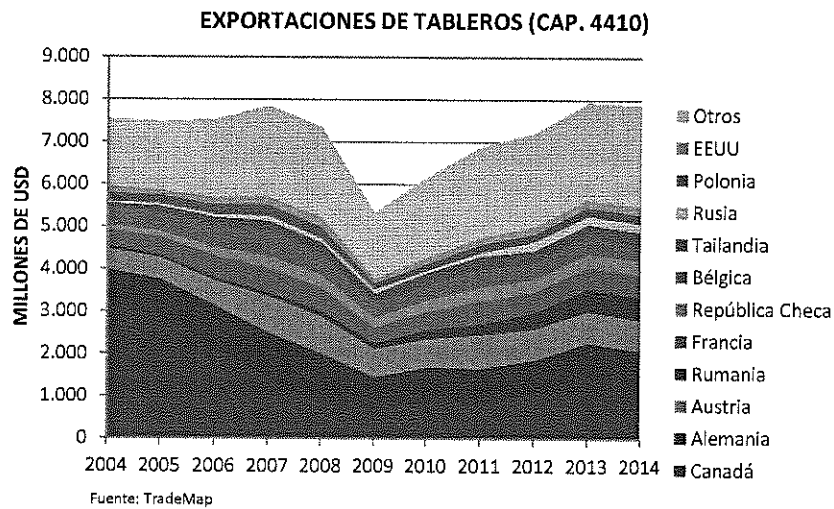
Tableros de Madera

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.



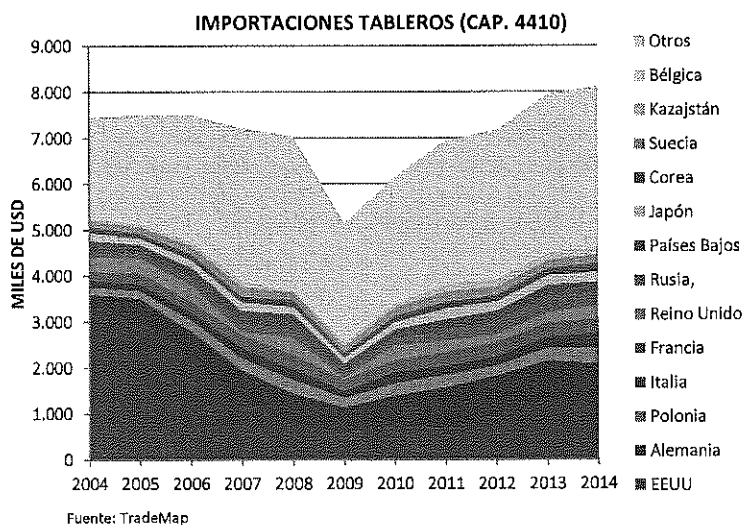
El comercio de Tableros es similar al de madera aserrada, representando un 25% de la producción mundial. En este producto, los principales consumidores e importadores son los países desarrollados. Con Estados Unidos con el 21%, seguido por Alemania, Japón, Canadá y Reino Unido.

Medido en valores monetarios, el mercado de tableros –según TradeMap- alcanza casi a los 8 mil millones de dólares. Los principales exportadores Canadá –qué viene perdiendo sistemáticamente posiciones-, países de la Unión Europea, Tailandia, Rusia y Estados Unidos.



En cuanto a los importadores, en este caso están liderado por Estados Unidos, que también muestra una sistemática disminución, seguidos por países de la Unión Europea, Rusia, Japón y Corea.





Los precios internacionales de los tableros, tomados de TradeMap, Capítulo 4410, muestran un comportamiento relativamente estable, con una leve tendencia ascendente. La crisis de 2009, apenas significó un descenso a precios similares a los previos al pico del año 2008. En los últimos tres años, se verifica una tendencia declinante en el corto plazo.



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.

PULPA DE MADERA



De acuerdo con la información de FAOSTAT, la producción mundial de pulpa de madera alcanzó en 2014 los 217 millones de toneladas, sosteniendo un crecimiento del 2.7% anual durante la última década.

Los principales países productores, son los Estados Unidos, China, Brasil y los países nórdicos, que sumados a Japón, superan el 70% de la producción mundial

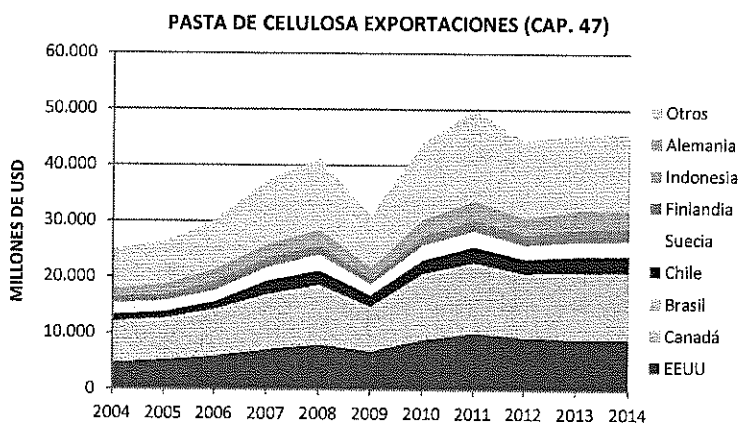
PRODUCCIÓN MUNDIAL DE PULPA 2014

País	Miles de ton.	Participación	
		Individual	Acumulada
USA	46.882	26,0%	26%
China	17.173	9,5%	36%
Canadá	17.001	9,4%	45%
Brasil	16.466	9,1%	54%
Suecia	10.991	6,1%	60%
Finlandia	10.271	5,7%	66%
Japón	8.963	5,0%	71%
Rusia	7.903	4,4%	75%
Indonesia	6.782	3,8%	79%
Chile	5.209	2,9%	82%
Otros	32.000	17,8%	100%

Fuente: FAOSTAT

El comercio ha tenido un llamativo crecimiento mostrando una tasa del 6.7% anual en la última década, aunque luego de 2011 se ha estabilizado.

Los principales exportadores a nivel mundial están encabezados por Estados Unidos, Canadá Brasil y Chile, que explican el 60% de la oferta transada internacionalmente; los siguen Suecia y Finlandia.

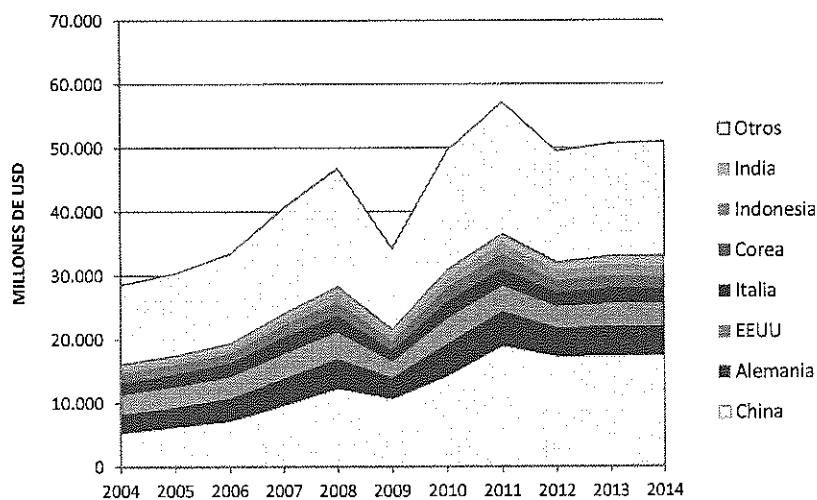


Fuente: TradeMap

Los principales importadores se concentran en relativamente pocos países, en la medida que los seis cuantitativamente más importantes explican el 70% del total transado. El ranking lo encabeza China que es el más importante y explica por sí sola el 38% del comercio, seguido por países desarrollados como Alemania, Estados Unidos, Italia y Corea.

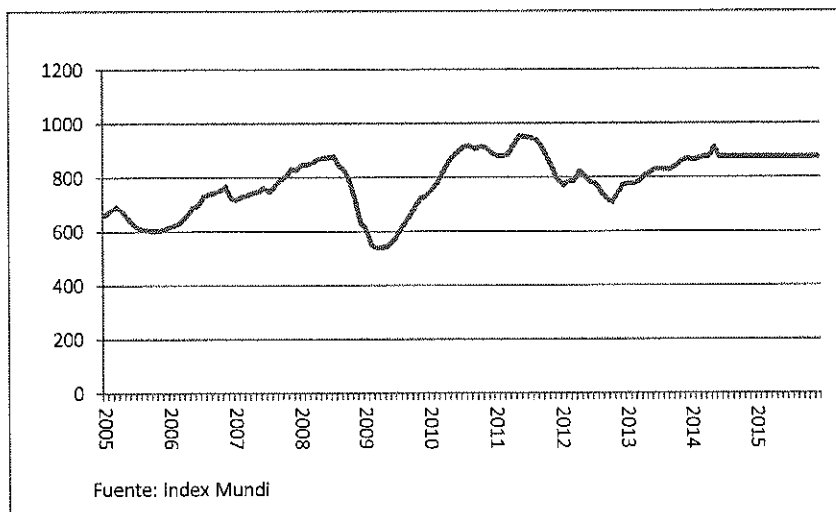


PASTA DE CELULOSA IMPORTACIONES CAP. 47



Fuente: TadeMap

Los precios de la pasta de celulosa han mostrado una tendencia de mediano plazo de sostenido crecimiento, con tasas del 3.7% anual en la última década, aunque desde el máximo obtenido en 2011-2012, parece mantenerse estable por debajo de ese nivel⁸



Fuente: Index Mundi

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 Asia - Pacífico, el 45% se produce en los Estados Unidos y Europa y únicamente el 4% se produce en América Latina.

⁸ Según información de Index Mundi



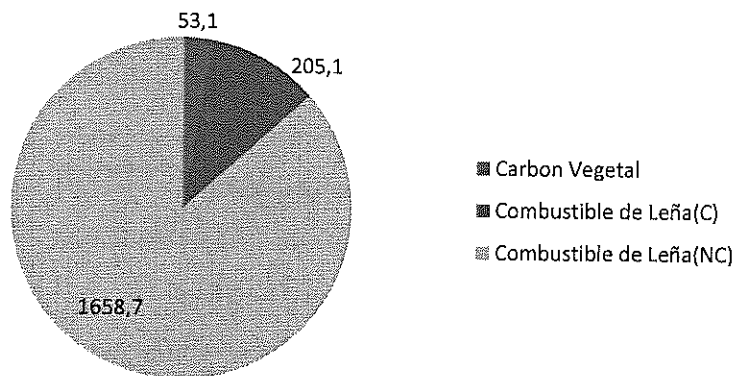
Con respecto al comercio internacional, cerca de una cuarta parte de la producción se exporta. EL 50% de las exportaciones son realizadas por Estados Unidos, Alemania, Finlandia, Suecia y Canadá. El consumo también está concentrado en pocos países, 4 de ellos coinciden con los mayores exportadores (Estados 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 m³). África ocupó el segundo lugar con una cuota del 34 % (644 millones de m³), seguida por América Latina y el Caribe (15 %), Europa (7 %) y América del Norte (2 %).

La producción es mayoritariamente compuesta por maderas de latifoliadas (madera dura) para combustible (86% del total), en tanto que la madera para leña de coníferas, es el 11%, siendo el 4% restante el carbón vegetal, según cifras de FAOSTAT.

PRODUCCION DE MADERA PARA LEÑA (2014)



Fuente: FAOSTAT



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 exenciones 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.

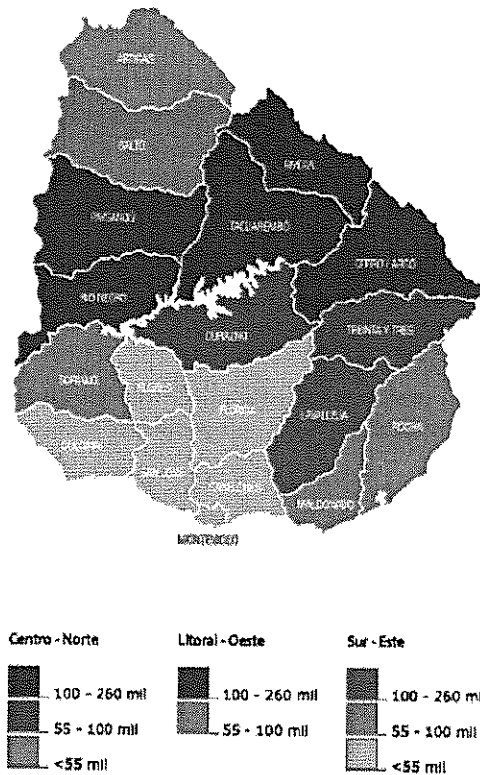
La actividad forestal ha crecido año tras año en los últimos 27 años multiplicándose por 30 la superficie plantada. Según datos recabados de informantes calificados, el área forestada estimada para el presente año (2014) sería aproximadamente de 1,3 millones de hectáreas. El área declarada de aptitud 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 franco arenosos y arenosos.

Gráfica 1. Hectáreas Forestadas por Región

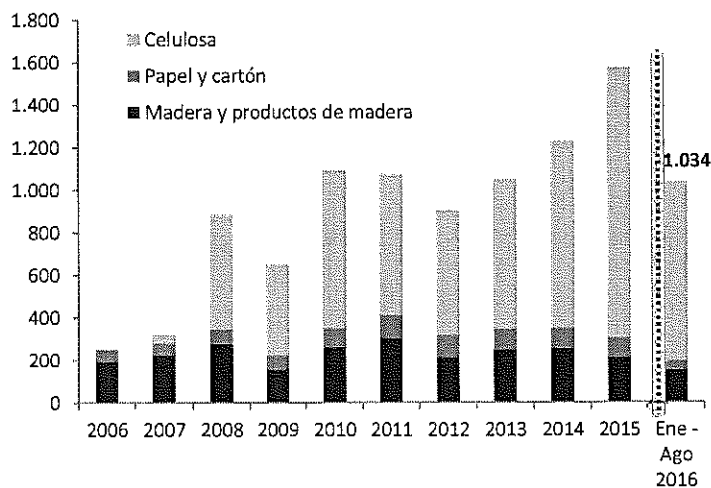


Fuente: MGAP

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 cualitativo en las exportaciones del sector desde 2008.



Gráfico 2. Exportaciones uruguayas del sector forestal
Millones de dólares



Fuente: Uruguay XXI

En 2015 las exportaciones del sector forestal ascendieron aproximadamente a 1.600 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 contrastar 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 siguiente cuadro 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 conocimiento 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 biomásas 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 orden del cuadro superior se describirá la bibliografía citada.

El primer artículo "An analysis of Timber Situation in the United States" 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 Management, conservation and global timbermarkets) 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 developin gcountries" 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 biomásas forestales.

Se podría concluir que las proyecciones de precios realizadas por el Fideicomiso no parecen 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 presentan firmes y se proyectan crecientes, según los análisis realizados.

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

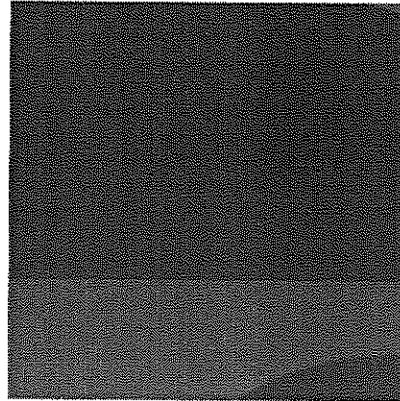
FAO. The global outlook for future wood supply from forest plantations

ANU Forestry Market Report.

Censo General Agropecuario. Ministerio de Ganadería Agricultura y Pesca.



ANEXO III
INFORME SECTORIAL PRECIO DE LA TIERRA



PRECIO DE LA TIERRA
TIERRA DE USO AGROPECUARIO EN URUGUAY
Actualización
Setiembre de 2016

CARE Calificadora de Riesgo SRL

Índice

Resumen Ejecutivo	3
Activos Inmobiliarios	4
1. Formación de precios de los activos inmobiliarios	4
2. Contexto Externo.....	5
2.1 Contexto Macro monetario	5
2.2 Crecimiento del ingreso, demográfico y de la urbanización.....	7
2.3 Demanda de Biocarburantes.....	8
3. La oferta, la demanda y la formación del precio.....	9
3.1 La Oferta	9
3.2 La Demanda.....	10
4. El cambio técnico y la innovación	11
5. Determinantes del precio en Uruguay	12
5.1. Comportamiento del precio de la tierra y sus determinantes.....	16
6. Conclusiones.....	21
Referencias Bibliográficas.....	23



Resumen Ejecutivo

En el presente estudio se abordarán los principales determinantes del precio de la tierra. Se realizará una descripción general de la formación de precios de los activos inmobiliarios en general y de la tierra de uso agropecuarios en particular. También se presentará una revisión bibliográfica de trabajos internacionales que han estudiado la formación de precios de este activo. Este trabajo actualiza informes análogos preparados regularmente para CARE.

El estudio se compone de cinco capítulos.

El primero de ellos describe factores comunes que explican la demanda de los activos inmobiliarios.

El segundo describirá cómo afectan los cambios “macro” en la formación del precio de este activo. El contenido “macro” refiere al contexto macroeconómico y macromonetario, el crecimiento demográfico y la urbanización así como la aparición de la producción de biocombustibles o biocarburantes.

En el tercer capítulo se presenta información sobre la oferta, la demanda y la formación del precio de la tierra de uso agropecuario.

El capítulo cuarto detalla de qué manera afecta al precio de la tierra la innovación y el cambio técnico.

El capítulo cinco aborda los principales drivers de la demanda y la formación del precio de la tierra en Uruguay.

Por último, en el capítulo 6 se describen las principales conclusiones.



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.

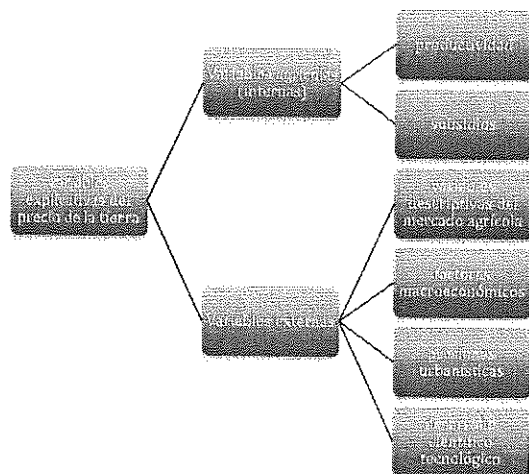
Si bien el inmueble se sitúa dentro de los bienes “no transables”, en algunos segmentos se podría argumentar que es un bien transable regionalmente. En el caso de Uruguay, los inmuebles que estarían dentro de los “transables regionales” en el mercado de vivienda, serían algunas clases de inmuebles en 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, que es el que nos ocupa en este caso, en particular los de aptitud agrícola – ganadera y forestal.

Las principales variables conductoras (drivers) del precio de los inmuebles están asociadas tanto a variables de largo plazo como variables de corto plazo, donde las expectativas de los agentes económicos juegan un rol sumamente importante. Las variables más significativas refieren a la tasa de variación de corto y largo plazo del PBI, la tasa de variación del ingreso de los hogares y variables descriptivas de los flujos de capital. Esta última, a su vez, está asociada a la relación entre la tasa de interés doméstica y la internacional. En general, en contextos donde las políticas monetarias son expansivas y las tasas de interés reales son cercanas a cero o negativas, los precios de los inmuebles, como los de cualquier activo real o financiero, tienden a crecer mientras que en contextos monetarios contractivos los valores de los activos disminuyen.

A su vez, para el caso específico del precio de la tierra de uso agropecuario, es preciso diferenciar dos dimensiones que afectan la formación de dicho precio. Una dimensión que incluye variables externas (macroeconomía, avance tecnológico, etc.) y otra que incluye variables sectoriales (ver imagen 1).



Imagen 1. Variables que explican la formación de la demanda por tierra y su precio



Los modelos econométricos que estiman las variaciones en los precios de los inmuebles toman como variables dependientes o explicativas a las tasas de variación de/del:

- i) precio de los productos que se producen en la tierra
- ii) cambio técnico (aumento de la productividad)
- iii) del monto de los créditos inmobiliarios
- iv) la tasa de interés real
- v) la tasa de interés real de la zona monetaria a la cual pertenece la economía (en el caso de Uruguay es el dólar estadounidense)
- vi) PBI per cápita
- vii) crecimiento de la población

Algunas variables responden a los determinantes de la demanda productiva por tierras, específicamente a factores endógenos de la producción que en la tierra se realiza. Las otras variables responden a los determinantes de la demanda de inversión.

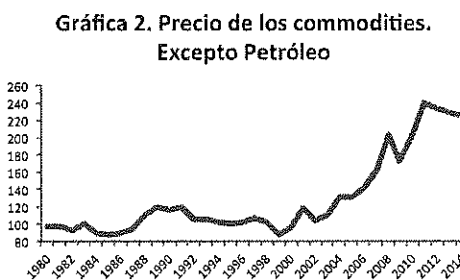
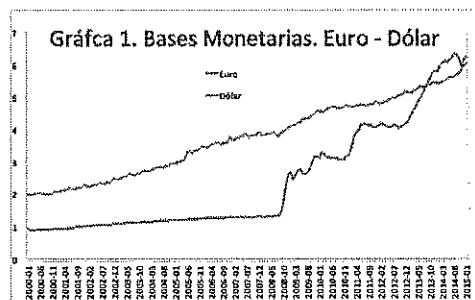
2. Contexto Externo

2.1 Contexto Macro monetario

El complejo escenario económico y financiero a nivel global, sumado a las políticas monetarias expansivas de los países desarrollados han configurado una coyuntura favorable a las inversiones inmobiliarias en la región en general y Uruguay en particular. La política monetaria expansiva en una primera fase fue llevada a cabo por los Estados Unidos (2009 – 2014), luego siguió Japón (2013), Europa (2014), por citar los más relevantes. Este contexto ha potenciado en los últimos 10 años la inversión desde estos países hacia los llamados emergentes. En la actualidad existen sobradas razones para suponer que este contexto estaría agotándose en lo que respecta a la inversión extranjera directa en los países emergentes de América Latina en general y en Uruguay en particular. No obstante, los niveles de inversión continúan siendo altos en términos históricos.

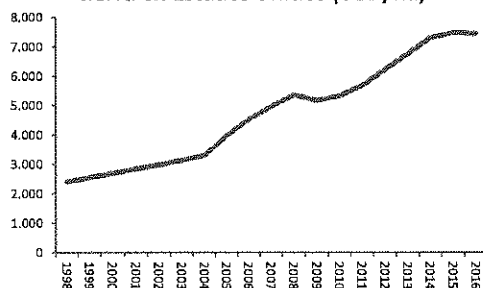


Como consecuencia de las políticas monetarias expansivas de los países desarrollados (Ver Gráfica1), los precios de los activos reales en general (ver Gráfica 2) y la tierra en particular (ver Gráfica 3) no han dejado de aumentar en los últimos 10 años, así como también han incrementado su valor los productos que en esta se producen.



Fuente: elaborado en base a datos de , FMI, FED y el ECB

Gráfica 3. Evolución del precio de la tierra en Estados Unidos (USD/ha)



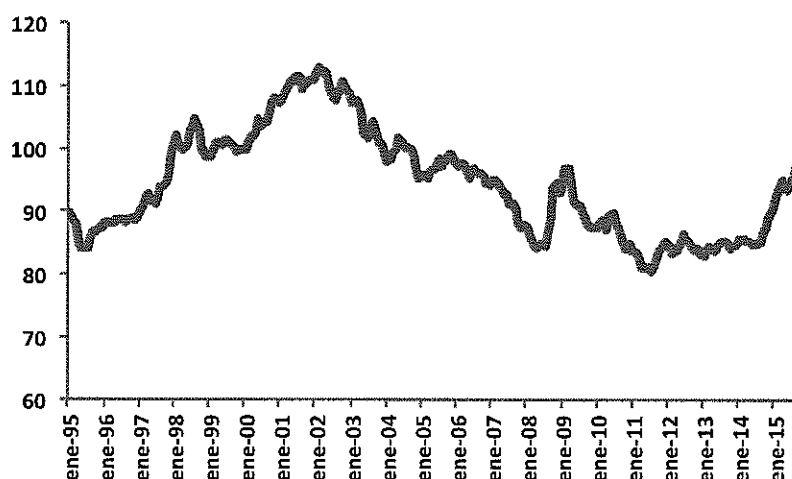
Fuente: CARE en base a datos del USDA

Algunos analistas auguran que ha comenzado un cambio de tendencia en lo que respecta a los precios de los activos reales en general y los commodities en particular. Primero se evidenció una caída en los valores del oro, después lo siguió el petróleo y en los últimos meses del 2014 y primeros del 2015, el turno fue de los commodities en general. Este escenario se gesta concomitantemente con un importante incremento del Dollar Index (ver Gráfica 4), que es producto de la conjugación de dos factores: (a) la recuperación económica de Estados Unidos post crisis "Lehman Brothers" que genera un incremento en las expectativas de aumento de las tasas de interés; y (b) la política de expansión o flexibilización cuantitativa (quantitative easing¹) llevado a cabo por Europa y Japón que aprecia relativamente aún más la moneda estadounidense.

¹Es un instrumento de política monetaria no convencional que se utilizapor algunos bancos centrales para aumentar la oferta de dinero, aumentando el exceso de reservas del sistema bancario, por lo general mediante la compra de bonos del propio Gobierno central para estabilizar o aumentar sus precios y con ello reducir las tasas de interés a largo plazo. Se utiliza cuando los métodos de control de la oferta de dinero habituales no brindan los resultado esperados (tasa de interés de descuento o la tasa de interés interbancaria están cerca de cero).



Gráfica 4. Evolución del Dollar Index.



Fuente: Elaborado por el Autor en base a la FED.

2.2 Crecimiento del ingreso, demográfico y de la urbanización

Se estima que sobre mediados de la siguiente década la población mundial alcance los 8 mil millones de habitantes. Si bien la tasa de crecimiento de la población se estima que disminuya, la urbanización será la que aumente de tendencia. También se estima que para el mismo período la población urbana supere a la rural por primera vez en la historia. Muchos países emergentes y con alta concentración de población están en este proceso de cambio. El más llamativo es la República de China.

Según proyecciones realizadas recientemente por el instituto McKinsey², en 2025, aproximadamente 350 millones de personas migrarán del campo a la ciudad e incrementarán el fenómeno de la urbanización en este país. A su vez, 221 ciudades tendrán más de 1 millón de habitantes (7 veces más que Europa) y el PBI se multiplicará por 5 en este período. En el mismo sentido, la FAO proyecta que un 60% de la población China vivirá en ciudades (ver Gráfica 5).

Inexorablemente, China está cambiando de estadio de desarrollo socioeconómico, acercándose más a economías desarrolladas. Esto implica una mayor urbanización, un mayor PBI per cápita, una economía crecientemente volcada a los servicios (ver Cuadro 2) y una economía que consume y demanda más productos de mercado.

El incremento en el PBI sumado a la creciente urbanización incrementan la demanda mundial y en especial la de alimentos. A su vez, la elasticidad ingreso³ respecto al consumo observada en los países en estadios de desarrollo socioeconómico como China es superior a

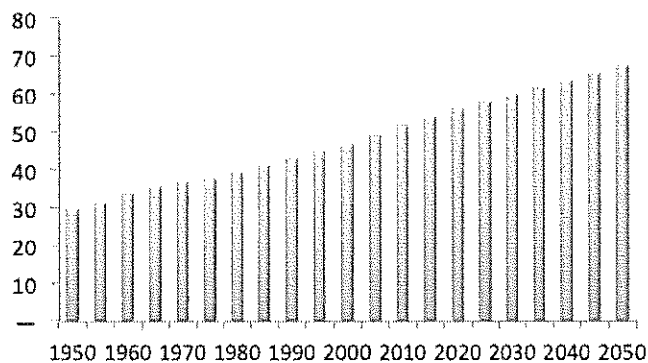
² "Preparing for China's Urban billion". McKinsey Global Institute.

³ "El efecto China en los precios de los productos básicos". Rhys Jenkins. Revista Cepal



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 5. Porcentaje de la población viviendo en zonas urbanas



Fuente: CARE 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: CARE en base al instituto McKinsey

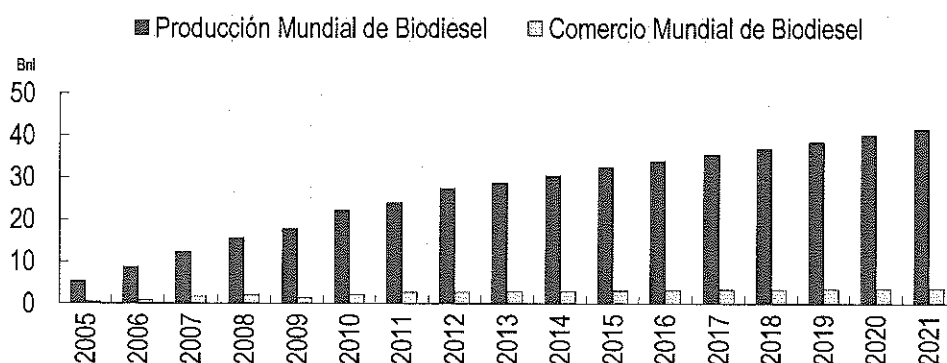
2.3 Demanda de Biocarburantes

Ocasionado en gran parte por el aumento del precio del petróleo a partir del año 2001, por cambio técnico y por las demandas de organizaciones medioambientales, los gobiernos han fomentado desde la política pública el uso de biocombustibles. Esta coyuntura agregó una demanda derivada adicional a los alimentos, y por ende, a la tierra.

La gráfica 6 describe las tendencias de producción y comercio de biodiesel y etanol. Si bien estas tendencias parecían robustas hace un par de años, hoy se encuentran en tela de juicio debido al cambio de paradigma en el mercado de energía. Este cambio, producto del avance técnico en la extracción del gas de Lutita (Shale Gas) y petróleo, reduce sustancialmente su costo de producción y cambia radicalmente las expectativas de los agentes en lo que respecta a la oferta potencial de combustible y su precio. Es aún prematuro inferir cuál será el efecto en los precios de mediano plazo de este incremento en la oferta potencial de combustible, lo que es seguro es que modifica el escenario de producción y precios del mercado de los "biocombustibles".



Gráfica 6. Mercado Mundial del Biodiesel y del Etanol



Fuente: OECD-FAO.

3. La oferta, la demanda y la formación del precio.

3.1 La Oferta

Según estudios de la UNEP⁴, la superficie de tierra del planeta abarca un total de más de 140 millones de km². Los recursos de tierras son finitos y en su gran mayoría, no renovables. Entre ellos se incluyen el suelo, que es primordialmente importante para la agricultura; la cobertura del suelo, que es relevante para el medio ambiente, y los paisajes, que son un componente destacado del hábitat y el bienestar humanos. La degradación está causada entre otros factores por:

- **la deforestación.** Se han degradado vastas reservas de bosques a causa de la tala y el desmonte a gran escala para uso agrícola y urbano. Se destruyeron más de 300 millones de hectáreas de bosques tropicales entre 1975 y 2000, principalmente para la producción alimentaria.
- **el pastoreo excesivo.** Se ha perjudicado cerca del 20 por ciento de las pasturas y pastizales del planeta. Las pérdidas recientes han sido más graves en África y Asia.
- **el consumo de leña.** Se obtienen alrededor de 1.730 millones de m³ de leña de bosques y plantaciones por año. La leña representa la principal fuente de energía en muchas regiones en desarrollo.
- **la gestión agrícola deficiente.** La erosión hídrica causa pérdidas de suelos que se calculan en 25.000 millones de toneladas por año. La salinización y sobresaturación del suelo afectan a cerca de 40 millones de hectáreas en el mundo.
- **la industria y la urbanización.** El crecimiento urbano, la construcción de caminos, la minería y la industria son factores importantes en la degradación de tierras en

⁴United Nations Environmental Programme.



diferentes regiones. Se estima que entre el 4 y 5% de la superficie del planeta está bajo asfalto, ciudades, carreteras, etc. y se trata de tierras de la mejor calidad⁵.

3.2 La Demanda

La demanda de tierra está 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 biocarburos 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 innovaciones, se ha extraído cada vez mayor cantidad de producción por hectárea. Este aumento del valor de producción por área, aumenta el valor de la tierra.

En el mismo sentido, los desequilibrios financieros y monetarios observados en los últimos años y descritos en este documento, han refugiado capitales en inmuebles en general y en tierra en particular. Obviamente, las decisiones de inversión se han gestado en los argumentos anteriormente mencionados y la inestabilidad del mercado financiero – bancario no ha hecho otra cosa que incrementar la demanda por tierra como "resguardo del valor intergeneracional".

Todos los factores descritos anteriormente (capítulo 1 y 2 del presente documento) analizan un contexto mundial donde se argumenta el porqué del crecimiento de la demanda mundial, de la demanda por alimentos y en última instancia, el aumento de la demanda por tierras. Existe una vasta bibliografía que ha intentado describir el valor de la tierra según variables que, en última instancia, responden a los fenómenos descritos en los anteriores capítulos.

A continuación se presenta una revisión bibliográfica de artículos de divulgación científica que estiman el valor de la tierra en diferentes países y cuáles son sus determinantes más salientes. En la agrupación se clasificó por variables explicativas.

REVISIÓN BIBLIOGRÁFICA	
Rentabilidad Agropecuaria – Variables monetarias	
Retornos productivos.	<i>Carlber, 2002; Bernard et al., 1997; Folland&Hough, 1991; Gardner, 2002; etc.</i>
Retornos del precio de la tierra (inmobiliarios).	<i>Goodwin et al., 2005&2010; Weerahewa et al., 2008</i>
Net Income,	<i>Devadoss&Manchu, 2007</i>
Precio del Trigo	<i>Goodwin&Ortalo-Magné, 1992.</i>
Rentabilidad Agropecuaria – Variables no monetarias	
Rendimiento.	<i>Pyykkönen, 2005; Devados y Manchu, 2007; Latruffe et al., 2008</i>
Calidad del suelo.	<i>Bernard et al., 1997; Kilian, 2010</i>

⁵Holechek, J, Pieper, R. &Herbel, C. Range Management: Principles and Practices (6th Edition)

Temperatura y precipitaciones. <i>Bernard et al, 1997</i>
Proximidad al puerto <i>Folland&Hough, 1991</i>
Pagos del gobierno
Múltiples categorías de apoyo gubernamental. <i>Devados&Manchu, 2007; Vyn, 2006; Henderson &Gloy, 2008</i>
Factores Macroeconómicos
Tasa de interés. <i>Weerahewa et al., 2008</i> <i>Devados&Manchu, 2007</i>
Tasa de inflación. <i>Alston, 1986</i>
Impuesto a la propiedad. <i>Gardner, 2002; Devados&Manchu, 2007</i>
Deuda sobre activos (ratio). <i>Devados&Manchu, 2007</i>
Disponibilidad de crédito. <i>Devados&Manchu, 2007</i>
Valor de la producción y Tipo de cambio real (9 países). <i>F. Lorenzo & B. Lanzilotta, 2007</i>
Urbanización (presión sobre la tierra)
Crecimiento de la población. <i>Gardner, 2002; Devados&Manchu, 2007</i>
Proporción de la fuerza laboral empleada en la agricultura. <i>Pyykkönen, 2005</i>

4. El cambio técnico y la innovación

El cambio técnico y la innovación tienen un doble efecto en lo que respecta a la valorización de la tierra. Por un lado, aumenta la cantidad (en potencia) de producción por unidad de área cultivable. Por otro, valoriza la tierra debido a que cada hectárea es posible ser valorizada en el equivalente monetario a lo que aumentó la producción.

Algunos autores pronostican que los aumentos en los rendimientos estarían llegando a su fin. Otros argumentan que, con cambios de paradigmas productivos, podría seguir aumentando. Sea cual sea el desenlace del avance en el cambio técnico y en la productividad, la tierra seguirá aumentando conforme crezca la demanda por productos que en ella se producen.

¿Cómo se ha comportado la productividad en la Agricultura?

Aumentar la productividad agrícola parecería fundamental para poder satisfacer la creciente demanda mundial esbozada en los anteriores capítulos. Es complejo pronosticar tendencias en la productividad agrícola; existen varios indicadores (medidas parciales y totales), fuentes de información y métodos de estimación. Sin embargo, la producción agrícola es altamente variable debido a la gran dependencia climática que esta producción mantiene. Las tendencias históricas pueden proveer una perspectiva útil de los cambios relativos a lo largo del tiempo y en todas las regiones. En muchos países miembros de la OCDE, la productividad de la mano de obra se ha incrementado más rápido que la productividad de la tierra, puesto que la mano de obra continúa abandonando el sector. Durante el periodo 1990-2005 América Latina y China registraron un fuerte crecimiento en ambos tipos de productividad. Esto contrasta con el resto de Asia y con África, donde las ganancias en la productividad de la tierra han superado las de la productividad de la mano de obra. A escala global, existe evidencia de que la tasa de crecimiento anual en la productividad de la tierra está disminuyendo. Si se excluye el desempeño de China, el crecimiento anual de la productividad de la tierra bajó de 1.9% en 1961-1990 a 1.2% en 1990-2005 (Alston, 2010; OECD, 2011a).



La Productividad Total de los Factores (PTF) puede considerarse como un sustituto del cambio de eficiencia o competitividad industrial y del cambio tecnológico. De acuerdo con Fuglie (2012), la PTF creció en los países desarrollados desde la década de 1960 hasta mediados de la década de 1990, a una tasa promedio superior al 1% anual durante las décadas de 1970 y 1980, y a una tasa por arriba del 2% al año en las siguientes dos décadas.

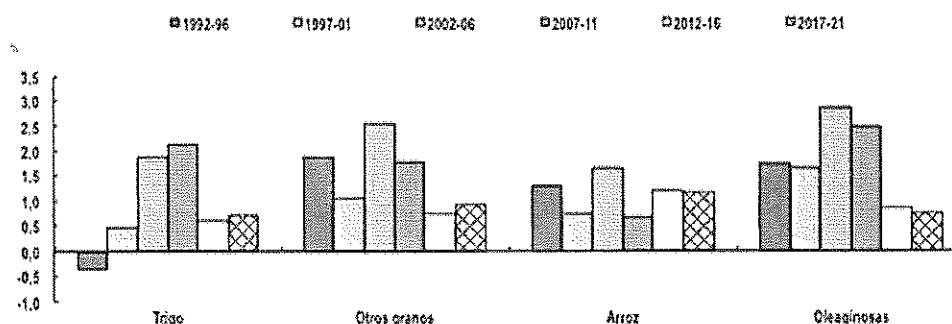
Cuadro 3. Crecimiento de la PTF de la agricultura por regiones 1960-2009.

	1961-70	1971-80	1981-90	1991-2000	2001-2009
Países Desarrollados	0,99	1,64	1,36	2,23	2,44
Países en Desarrollo	0,69	0,93	1,12	2,22	2,21
Norte de África	1,32	0,48	3,09	2,03	3,04
África Sub-Sahariana	0,17	-0,05	0,76	0,99	0,51
Latinoamérica	0,84	1,21	0,99	2,3	2,74
Brasil	0,19	0,53	3,02	2,61	4,04
Cono Sur	0,58	2,56	-0,82	1,61	1,29
China	0,93	0,6	1,69	4,16	2,83
Federación Rusa	0,88	-1,35	0,85	1,42	4,29

Fuente: elaborado por el autor en base a Fuglie (2012)

No existe evidencia empírica de que el crecimiento de la PTF esté disminuyendo a nivel mundial. No obstante, se ha constatado una desaceleración de las tasas de crecimiento de la productividad cuando se considera la evolución de los indicadores parciales, como los rendimientos. Al observar diferentes cultivos, ha habido una desaceleración distinta de las tasas de crecimiento del rendimiento en las últimas décadas (ver Gráfica 7).

Gráfica 7. Tasas anuales de crecimiento del rendimiento a nivel mundial de cultivos seleccionados



Fuente: OCDE - FAO

Esta disminución reduce la tasa de crecimiento el precio del bien debido a que se reduce la captura de rentas producidas por el cambio técnico. Por otro lado el precio de la tierra tendría un aumento ocasionado por el incremento relativo del precio de los alimentos, debido a un crecimiento de la demanda no compensado con un aumento en la productividad.

5. Determinantes del precio en Uruguay

Antes de abordar el análisis empírico, es importante realizar algunas consideraciones acerca de las características del activo considerado. Según el Censo agropecuario, en Uruguay existen 16,2 millones de hectáreas. De estas, la mayoría se destinan a producciones silvo agropecuarias (ver Cuadro 1). La producción ganadera abarca la mayor parte del área, con

más del 75% del área productiva. En segundo y tercer lugar se encuentra la agricultura de secano y la forestación respectivamente. Debe tenerse en cuenta que la tierra se utiliza de manera intensiva en la producción agropecuaria. Es de esperar, entonces, que el precio del activo tierra se encuentre relacionado con el comportamiento de la producción de dichos bienes. La expansión del valor de la producción agropecuaria debería traducirse en un incremento del precio de la tierra.

Cuadro 4. Superficie explotada según principal ingreso

Superficie		
	Miles de ha	Participación en %
Vacunos de carne	10664	65,7%
Vacunos de leche	865	5,3%
Ovinos	823	5,1%
Aves	15	0,1%
Cerdos	11	0,1%
Equinos	33	0,2%
Otros animales	12	0,1%
Arroz	376	2,3%
Otros cereales	1692	10,4%
Semilleros de cereales	81	0,5%
Semilleros de forrajeras	12	0,1%
Forestación	1266	7,8%
Horticultura	51	0,3%
Vitivinicultura	20	0,1%
Citricultura	41	0,3%
Otros frutales	23	0,1%
Viveros y plantines	10	0,1%
Servicios agropecuarios	44	0,3%
Agroturismo	3	0,0%
Otros rubros	110	0,7%
Exportaciones no comerciales	75	0,5%
Total	16227	100,0%

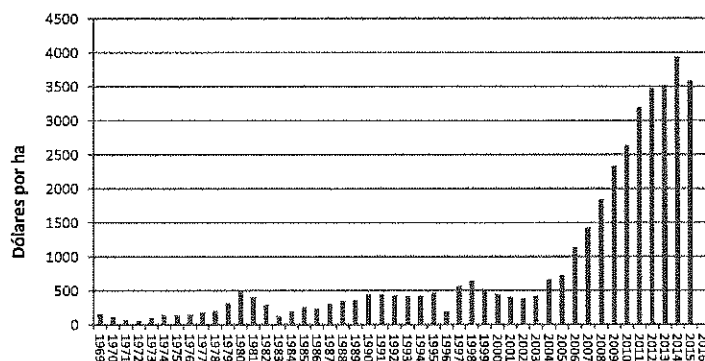
Fuente: elaboración propia en base al Censo Agropecuario 2011. DIEA/MGAP.

Desde que se conocen estadísticas periódicas sobre el precio de la tierra en Uruguay, se ha observado una tendencia creciente aunque no constante de dicho precio (Ver Gráfica 8). En particular en los últimos años, más precisamente desde 2003 en adelante, el precio de la tierra ha exhibido una aceleración excepcional, donde la tendencia de crecimiento ha mostrado una pendiente significativamente pronunciada. En 2014 se alcanza el valor máximo, registrándose una caída en 2015, en los datos preliminares de 2016, se insinúa una estabilización.

En el período 1969-2016 la tasa anual promedio fue de 6.7%; pero en el primer sub-período que va de 1969 a 2003, esa tasa fue de 2.9%, mientras que en el sub-período 2003-2016, se elevó a 17.9%.



Gráfica 8. Evolución del precio de la tierra en Uruguay

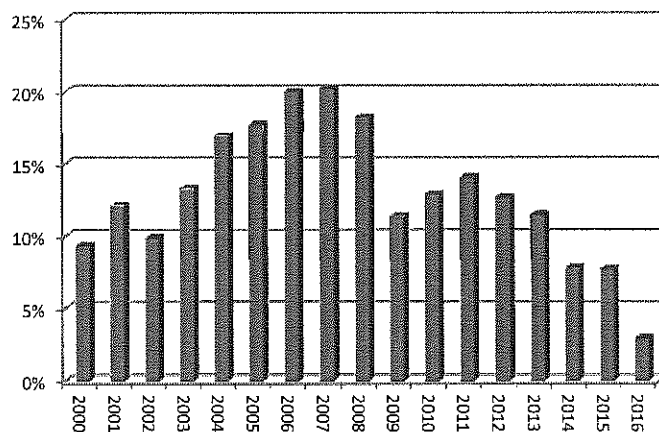


Nota: el dato de 2016 corresponde al primer semestre solamente

Fuente: elaboración propia en base a datos de la DIEA/MGAP

Asimismo, la cantidad ofertada de tierras es una proporción relativamente baja del stock (Gráfica 9), mientras que la demanda fluctúa en función de determinantes que se exploran primariamente a continuación. Es notoria la reducción del área transada. Esto se podría explicar en base a desencuentros entre el precio ofrecido por los potenciales compradores y el precio demandado por los potenciales vendedores.

Gráfica 9. Participación de las hectáreas comercializadas sobre el total del stock en tierras.



Nota: el dato de 2016, corresponde solo al primer semestre

Fuente: elaboración propia en base a datos de la DIEA/MGAP

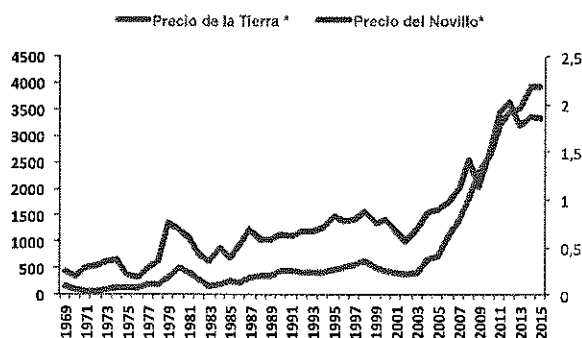
Una primera hipótesis sobre la evolución de la demanda de tierras es que está asociada con las expectativas de rentabilidad y éstas, a su vez, con los resultados recientes. Las expectativas de rentabilidad refieren a dos situaciones:

- 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 10).
- b) Una situación en que hay cambios significativos en el uso de la tierra e innovaciones tecnológicas, como estaría aconteciendo en años recientes.

Una segunda hipótesis sobre los determinantes de la demanda de tierra deriva de su condición de activo inmobiliario. Esta última depende, a su vez, del ingreso neto de capitales en la economía.

Gráfica 10. Precio del Novillo y precio de la tierra en Uruguay



* Dólares por hectárea y Precio por kilo en pie. Dato del precio de la tierra del 2015 estimado por el autor

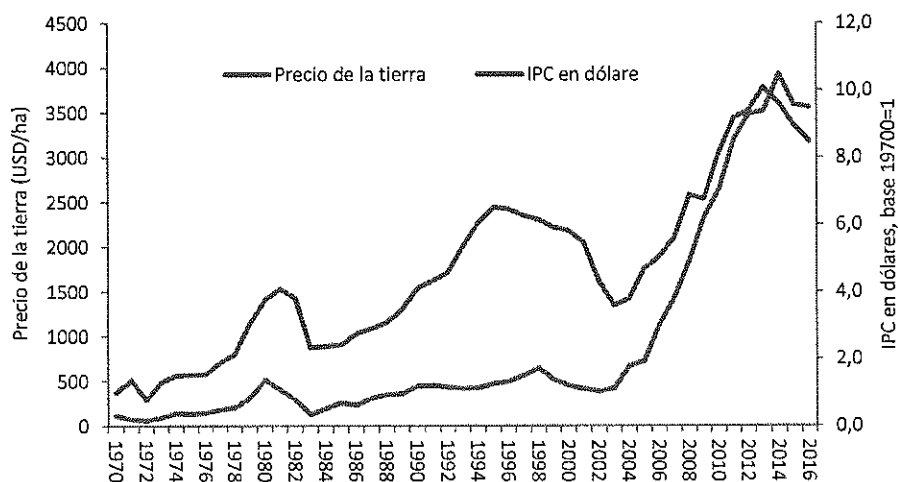
Fuente: elaboración propia en base a datos de la DIEA/MGAP

La Gráfica 11 describe la evolución del precio de la tierra en dólares y el índice de los precios internos en dólares, los que siguen una evolución similar. Este último es el cociente entre la evolución del IPC y el tipo de cambio. El IPC expresado en dólares mide el encarecimiento o abaratamiento de la canasta de consumo en Uruguay en dólares estadounidenses. Esta observación debería analizarse con mayor detalle. Una posibilidad es que los lapsos de encarecimiento en dólares coinciden con los mejores resultados económicos y éstos con las expectativas de renta. A su vez, también podría ser tomada como una variable proxy de los flujos de capital que recibe o expulsa el país. En períodos de flujos de capital positivo, el IPC en dólares se encarece y en períodos de flujos de capital negativos, el IPC en dólares se abarata en dicha moneda.

El análisis anterior se suma al eventual proceso de arbitraje entre precios de tierras de similares características productivas. En la comparación con Brasil y Estados Unidos se recogen algunas conclusiones de interés, en especial la vinculada a las consecuencias del fortalecimiento del dólar en el mundo.

Gráfica 11. IPC expresado en dólares y precio de la tierra en Uruguay

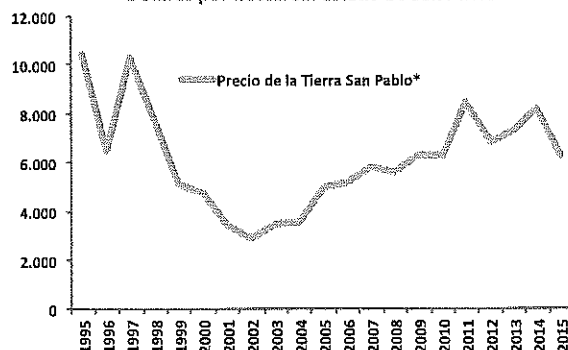




Fuente: Elaboración del autor en base a datos del INE, BCU y DIEA/MGAP.

Así es cómo el precio de la tierra en Brasil se ha comportado con la misma tendencia que en Uruguay aunque con un crecimiento no tan exponencial (ver Gráfica 12). La caída en los valores del 2015 se explica por la devaluación del real debido a que los precios en ese mercado están nominados en reales.

Gráfica 12. Precio de la tierra en Brasil.
Dólares por hectárea. Estado de San Pablo

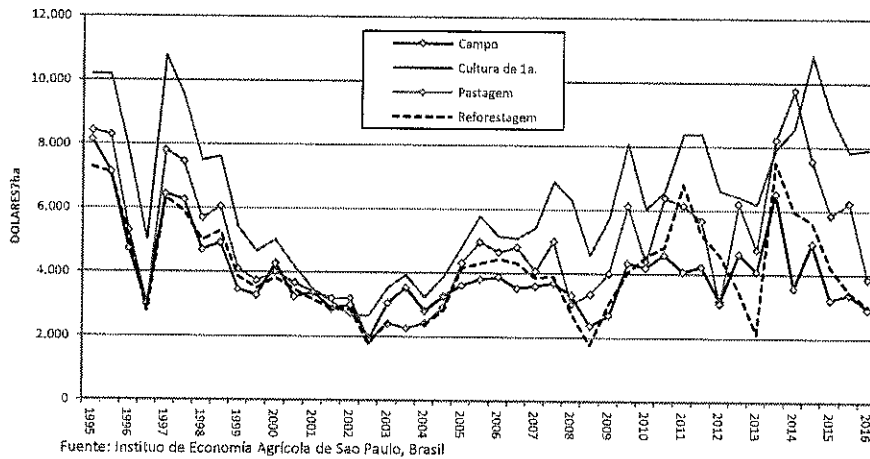


Fuente: Elaborado por el autor en base a información de FGV, IPEA y el IEA.

Los últimos datos respecto al Estado de Sao Paulo, del Instituto de Economía Agrícola de ese estado, tomado como indicador, pone en evidencia dos cosas fundamentalmente: que la tendencia en 2016, al finalizar el primer semestre confirman el descenso de los precios, y por otro lado, la gran variabilidad que muestran los valores en dólares, a consecuencia de que el mercado de tierras en ese país, se transa en moneda nacional, por lo que los movimientos en el tipo de cambio, repercuten en la cotización de ese bien en moneda norteamericana.

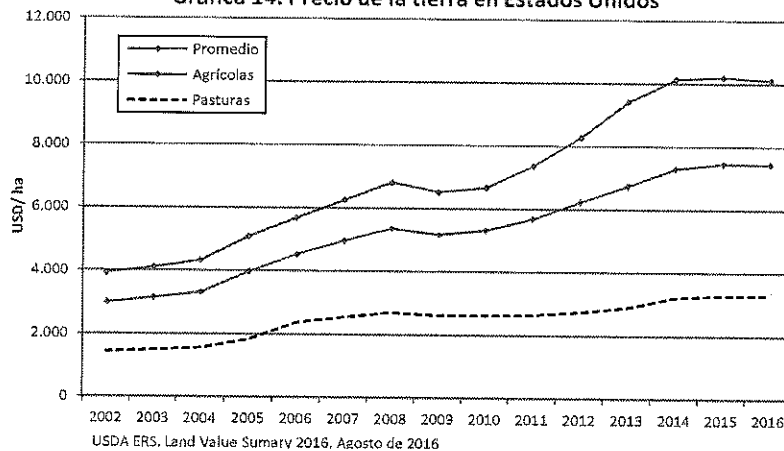


Gráfica 13 Evolución del precio de la tierra en el Estado de Sao Paulo, Brasil



En el mercado norteamericano se verifica una mayor estabilidad en el comportamiento de los precios pero se confirma también el enlentecimiento -o retracción incluso- de los precios en los últimos dos ejercicios, en consonancia con el mencionado fortalecimiento de la moneda norteamericana. Este comportamiento es más notorio en el caso de las tierras agrícolas, en comparación con las tierras de pasturas

Gráfica 14. Precio de la tierra en Estados Unidos



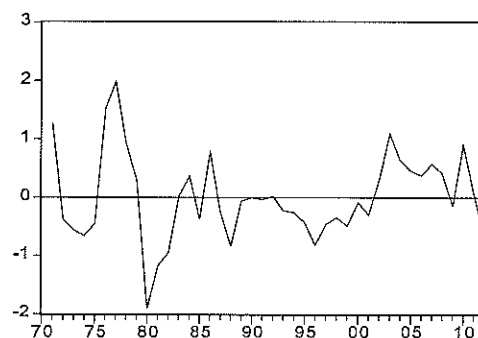
Por último, la comparación con los precios de la tierra en Argentina resulta de poco resultado, dadas las consecuencias que las políticas públicas han tenido sobre el sistema de precios que impiden la comparación.

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.

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, una caída abrupta de los valores por debajo del equilibrio de largo plazo (posterior a la crisis de la “tablita” en 1982). Llama la atención como en la década del noventa, más específicamente entre 1993 y 2001 el precio de la tierra se situó por debajo de su valor de largo plazo.

Gráfica 15. 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.

5.2 La evolución de la tasa anual promedio de variación del precio de la tierra.

Es importante conocer, cuando se analiza a la tierra como valor de refugio, cómo ha sido su evolución en distintos intervalos, que pretenden recoger las expectativas del inversor. Para ello se calcularon las tasas anuales promedio de evolución del precio de la tierra, para el período 1969-2016, para intervalos de diferente duración de 5 a 20 años.

La tasa anual promedio de variación del precio de la tierra, en los últimos 48 años, fue de 6.7%; pero se pueden fácilmente diferenciar dos etapas distintas, como se señaló anteriormente. La tasa, para el período 1969-2003 fue de 2.9%, mientras que en el segundo período se situó en 17.9%.

De acuerdo con los cálculos realizados, las tasas promedio en los distintos intervalos elegidos, muestra una tendencia estable en torno a un crecimiento del 8.8% anual.



Se constata, por otra parte, una clara tendencia decreciente en lo que refiere a la variación esperada de esa variable. Es así que para un intervalo de 5 años, el desvío estándar es de 12% (para un promedio de 10%); en tanto que para intervalos de 20 años, esa variación se reduce a un desvío de 2.5%.

Cuadro 6. Tasas de variación anual promedio del precio de la tierra, según distintos intervalos considerados

Intervalo en años	Tasa promedio	Desv. St	Coef. Var.
5	10%	12%	128%
6	7%	8%	125%
7	9%	10%	109%
8	9%	9%	99%
9	9,1%	8,3%	92%
12	8,1%	6,3%	78%
15	10,1%	3,2%	32%
20	8,5%	2,5%	30%

Fuente: elaborado en base a datos de DIEA-MGAP



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 descrito 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.
- Las dificultades manifestadas por la FED de Estados Unidos, para continuar la política de incremento de la tasa de interés, así como la continuidad de los bancos centrales de Europa y Japón de sus políticas expansivas, incrementan la probabilidad de continuidad en el sostenimiento del precio de la tierra.
- En Uruguay, el sector agropecuario ha exhibido un importante cambio en la última década y como corolario, el precio de la tierra que se multiplicó por nueve entre el año 2002 y el 2014. 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.
- La tasa de variación anual promedio del precio de la tierra en Uruguay, en diferentes intervalos de años considerados, se ubica en el entorno del 9%, pero la estabilidad de ese resultado aumenta con el aumento de los años considerados en los intervalos.





Referencias Bibliográficas

Barros, G. S. De C.(1992); Effects of international shocks and domestic policies upon Brazilian agriculture. *Agricultural Economics*, 7, pp. 317-20.

Dickey, D.A and Fuller, W.A.(1979); "Distribution of the estimator for auto-regressive time series with a unit root". *Journal of the American Statistical Association*, 84, pp. 427-31.

Hamilton, J.D.(1994); *Time Series Analysis*. Princeton University Press. Princeton. New Jersey.

Johnston, J. and 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"

OCDE-FAO. "Sección especial: logrando un crecimiento en la productividad agrícola sostenible"

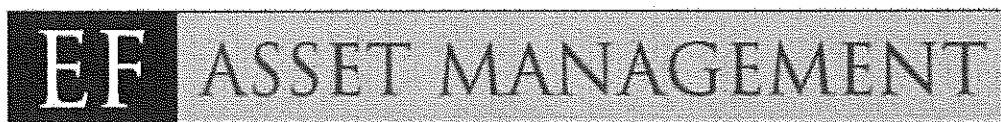
OCDE-FAO. "Perspectivas Agrícolas 2014-2023"

Sáder M. (2006) "Precio de la tierra de uso agropecuario en Uruguay". Anuario de OPYPA, Ministerio de Ganadería Agricultura y Pesca (MGAP).



6. ANEXO 6:

I. CODIGO DE ETICA DEL FIDUCIARIO



Administradora de Fondos de Inversión S.A.

CÓDIGO DE ETICA

Aprobado por directorio con fecha 13 de julio de 2015
Versión 2015

INTRODUCCIÓN

EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A. (en adelante "EFAM") es una sociedad administradora de fondos de inversión, la cual se encuentra inscrita y regulada por el Banco Central del Uruguay.

Su negocio es actuar en el mercado uruguayo como administradora de fondos de inversión o como fiduciario de fideicomisos.

Como actores del sector financiero, es muy importante asegurarse la honestidad e integridad de todos los funcionarios propios o tercerizados que presten servicios en EFAM (los "Funcionarios"), 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 todos los Funcionarios que cumplan funciones para EFAM.

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 Funcionarios, evitando actividades que puedan tener un impacto negativo en EFAM o en sus Funcionarios, 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 los Funcionarios de EFAM cuando deban enfrentarse 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 Alta Gerencia.

1. ALCANCE

Los principios y valores enunciados en este Código, son aplicables a todos los Funcionarios de EFAM, incluyendo al Directorio y la Alta Gerencia, y a EFAM como organización.

2. HONESTIDAD, SINCERIDAD Y CUMPLIMIENTO CON LA LEY

2.1. Beneficios Personales

Ningún Funcionario 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 Funcionario 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 Alta Gerencia, y conforme las instrucciones, conservarán el presente o lo devolverán.

A estos efectos, la expresión "Funcionario" incluye al cónyuge del Funcionario, hijos menores, otros dependientes, u organización que actúe como representante o fiduciario de cualquier Funcionario 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.

2.2. 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.

2.3. Honorarios y Comisiones Personales

Ningún Funcionario 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.

2.4. Pagos Indebidos y Prácticas Corruptas

Ningún Funcionario 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 Funcionario de EFAM podrá aceptar pagos en relación a cualquier decisión de negocios o transacción.

2.5. Declaraciones Falsas

Los Funcionarios de EFAM 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 Funcionario que descubra o tenga conocimiento de que se están realizando dichas prácticas, deberá comunicarlo de inmediato al Directorio.

2.6. Trato Justo y Equitativo hacia los Funcionarios

EFAM trata a sus Funcionarios 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 Funcionario. Es un principio fundamental tratar a todos los Funcionarios con el mismo respeto y justicia que esperamos recibir de ellos, esto incluye todas las formas de comunicación, (verbales, simbólicas o escritas).

2.7. 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 nuestros Funcionarios 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.

2.8. 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 sus Funcionarios, ya sean por motivos de raza, sexo, color, religión, embarazo, discapacidad, estado civil o cualquiera otra que estuviera prohibida por las Leyes vigentes. Los Funcionarios se comprometen al mantenimiento de un ambiente de trabajo productivo, libre de acosos y de actividades perturbadoras.

2.9. 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 Funcionario excepto con propósitos médicos indicados y aprobados específicamente, debiendo informar en tal caso al Responsable del sector.

2.10. 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.

Las infracciones a las leyes y regulaciones vigentes que sean constatadas serán informadas al BCU por cualquiera de los miembros de EFAM con independencia de la cadena jerárquica.

2.11. Detección y Denuncia de Transgresiones al Código de Ética

El descubrimiento de cualquier acontecimiento o acción realizada por un Funcionario de EFAM que sea cuestionable, fraudulento o de naturaleza ilegal, o que transgreda este Código de Ética deberá ser informado directamente al Oficial de Cumplimiento 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 Funcionario, será motivo de estudio y aplicación de las sanciones que correspondan.

2.12. Prevención en Lavado de Activos y Financiamiento del Terrorismo

Los Funcionarios de 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.

2.13 Evitar Prácticas o conductas que distorsionen la eficiencia de los mercados

Los Funcionarios de EFAM evitarán cualquier práctica que distorsione la eficiencia de los mercados tales como: la manipulación de precios, la competencia desleal, el abuso de poder dominante, el uso indebido de información privilegiada, así como cualquier otra que produzca efectos similares a las antes mencionadas.

3. 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.

4. CONFLICTOS DE INTERÉS

Ningún Funcionario 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 actuando siempre de forma imparcial.

Los Funcionarios que realicen actividades laborales externas o de otra índole, 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.

5. CONFIDENCIALIDAD Y REPUTACIÓN DE EFAM

5.1. Confidencialidad y Secreto Bancario

Los Funcionarios 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.

5.2. 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 Funcionarios se obligan a respetar y cumplir con la legislación vigente en la materia, especialmente con el principio de reserva. En este contexto, los Funcionarios que por su situación o posicionamiento dentro de EFAM tuvieren acceso o intervengan en el tratamiento de datos personales (en cualquiera de sus fases), están obligados a guardar estricto secreto profesional sobre los mismos. Esta obligación subsistirá aun después de finalizada la relación con el que los une con EFAM. Cualquier práctica en contrario podría dar lugar a las sanciones penales establecidas por la legislación vigente en la materia.

5.3. Inversiones y Finanzas Personales

Los Funcionarios pueden invertir libremente en acciones u otros valores de acuerdo con su criterio, no obstante 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 la información confidencial respecto de EFAM o de cualquiera 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 Funcionario de EFAM.

5.4. 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.

6. MANEJO DE LA DOCUMENTACION DE EFAM

6.1. 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 registros 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 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.

6.2. Fondos y Bienes Pertencientes a EFAM

Los Funcionarios 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 Funcionarios deben cuidar el equipo y las herramientas que utilizan, de forma responsable, y utilizarlos siempre para los fines de los negocios de EFAM.

Los Funcionarios no deben tener ninguna expectativa de privacidad 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 Funcionario.

6.3. Retención de Documentos

Cualquier Funcionario de EFAM deberá comunicar a su Responsable o al Director Ejecutivo 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.

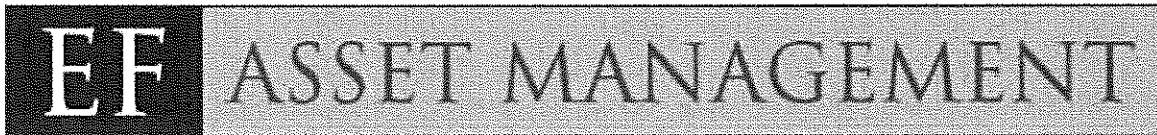
7. CUMPLIMIENTO DEL CODIGO DE ETICA

Se espera el Funcionario actúe en forma leal, prudente, ética y honesta en todas las operaciones con terceros y que mantenga los altos estándares éticos de EFAM de acuerdo con este Código de Ética. El Funcionario ejecutará diligentemente las órdenes recibidas según los términos en que fueron impartidas. 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 Oficial de Cumplimiento 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.

8. 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.

ii. POLITICA DE GOBIERNO CORPORATIVO DEL FIDUCIARIO



Administradora de Fondos de Inversión S.A.

POLÍTICA DE GOBIERNO CORPORATIVO

Aprobado por directorio con fecha 13 de julio de 2015
Versión 2015

1) OBJETIVO

El presente documento tiene como objetivo regular los procedimientos de EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A. (EFAM) en lo que refiere a su organización y prácticas de gobierno corporativo (el "Gobierno Corporativo").

El Gobierno Corporativo de EFAM engloba el conjunto de estructuras de dirección, gestión y control y sus respectivas normas, principios y prácticas sobre su integración y funcionamiento, así como las normas, principios y prácticas a partir de las cuales se establecen objetivos institucionales, la determinación de los medios para alcanzarlos y la supervisión de su cumplimiento, asegurando en todos los casos una actuación alineada a los intereses de EFAM

2) PRÁCTICAS DE GOBIERNO CORPORATIVO

El Gobierno Corporativo de EFAM se encuentra totalmente alineado con las definiciones, principios y objetivos establecidos en la normativa bancocentralista, así como con las mejores prácticas de referencia.

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

Como principio base, el Gobierno Corporativo procurará que todos los funcionarios propios y tercerizados, se adhieran al cumplimiento de las normas, principios y prácticas definidos. Para ello promoverá la correcta y eficaz difusión del Código de Ética, el Código de Buenas Prácticas y el Código de Conducta de EFAM, con el fin de que todos los funcionarios se desempeñen en consonancia con los ideales promovidos por EFAM.

3) PRINCIPIOS RECTORES DEL GOBIERNO CORPORATIVO

El Gobierno Corporativo se encuentra regido por los siguientes principios:

- **Competencia ética y profesional de los directivos y alta gerencia:** implica un adecuado conocimiento y experiencia del mercado por parte de los integrantes del Directorio y Alta Gerencia, así como una moral y reputación acordes.
- **Estrategia eficiente en el cumplimiento de objetivos:** mecanismos de planificación y control que permitan alinear con los objetivos de la entidad, a los funcionarios de EFAM y a los servicios contratados.
- **Estructura equilibrada:** la misma debe estar adecuadamente formalizada y en equilibrio con los intereses, roles y responsabilidades de los diferentes integrantes.

- **Sistema de control interno confiable:** asegurando un ambiente de control acorde teniendo en cuenta la naturaleza, tamaño y complejidad de las operaciones de la institución y su perfil de riesgos. Procedimientos clave adecuadamente formalizados.
- **Adecuado sistema de gestión de riesgos:** que contemple todos los riesgos definidos por la normativa bancocentralista que afecten a EFAM y la operativa de los fideicomisos que administra de acuerdo a las obligaciones asumidas por EFAM como fiduciario.
- **Sistemas contables íntegros y confiables:** contando con una adecuada segregación de funciones.
- **Divulgación oportuna y precisa de información:** esto incluye información financiera, de gestión, de la titularidad y del gobierno de la entidad, así como la relativa a los fideicomisos administrados de acuerdo a la normativa vigente.
- **Políticas claras y transparentes en materia de retribución**
- **Confidencialidad**
- **Control y gestión de potenciales conflictos de interés**
- **Protección de los intereses de los inversores y otros interesados**

4) ESTRUCTURA DE GOBIERNO CORPORATIVO

a) Directorio

Es integrado por dos directores: uno ejecutivo y otro no ejecutivo.

Sin perjuicio de los cometidos que tiene el Directorio, conforme a la normativa banco centralista y demás manuales y políticas de EFAM, el Directorio será responsable de asegurar el adecuado cumplimiento de las prácticas de Gobierno Corporativo establecidas en este manual.

b) Director Ejecutivo

El Director Ejecutivo, tendrá atribuciones similares a la de un Gerente General. Entre ellas, además de participar en el Comité de Gestión y Cumplimiento, estará a cargo del relacionamiento con los proveedores de servicios administrativos, contables y legales, así como el control de sus actividades.

c) Sindicatura

La estructura, roles, responsabilidades y funciones del Síndico se encuentran alineadas con las disposiciones legales vigentes. El Síndico estará encargado del control interno de la sociedad, cometiéndose a la fiscalización privada de la misma.

d) Oficial de Cumplimiento

A los efectos de gestionar el riesgo de lavado de activos y financiamiento del terrorismo, EFAM cuenta con un sistema integral de prevención basado en riesgos, fijando como base mínima de la gestión, la normativa vigente y aplicable en Uruguay.

El Oficial de Cumplimiento será el responsable de la definición y revisión periódica del sistema de prevención, asegurándose que se implementen los procedimientos necesarios para llevar adelante las políticas y estrategias definidas. A partir de estas actividades puede sugerir cambios que deberán ser aprobados por el Directorio.

En este marco, el Oficial de Cumplimiento es responsable de verificar: que se cumplan las políticas y procedimientos de EFAM, participar en la elaboración y modificación de nuevas políticas y procedimientos internos, seguimiento de operaciones, recepcionar y evacuar consultas del regulador y de otros funcionarios, tomar conocimiento de los informes elaborados por los órganos de control interno y externo y efectuar el seguimiento, a los efectos de verificar e impulsar su regularización, brindar y participar en capacitaciones al respecto.

e) Comité de Gestión y Cumplimiento

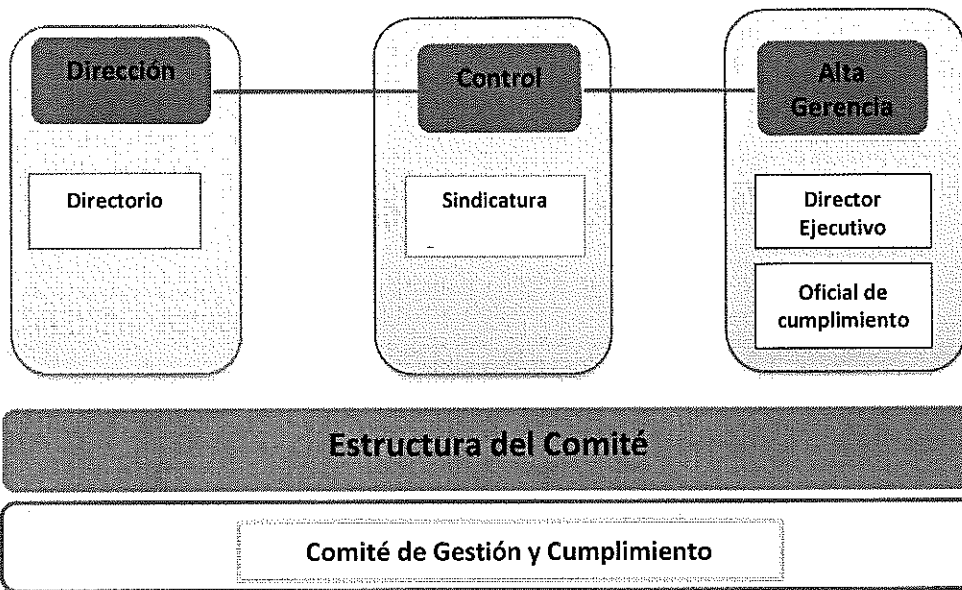
Este órgano estará compuesto por: el Director Ejecutivo, el Oficial de Cumplimiento, el Socio y el Gerente responsable de la firma que brinde los servicios de administración, contabilidad y apoyo al sistema de prevención de lavado y financiamiento de terrorismo.

El Comité de Gestión y Cumplimiento se reunirá trimestralmente o ad hoc, si por algún motivo es necesario y puede ser convocado por cualquiera de sus miembros.

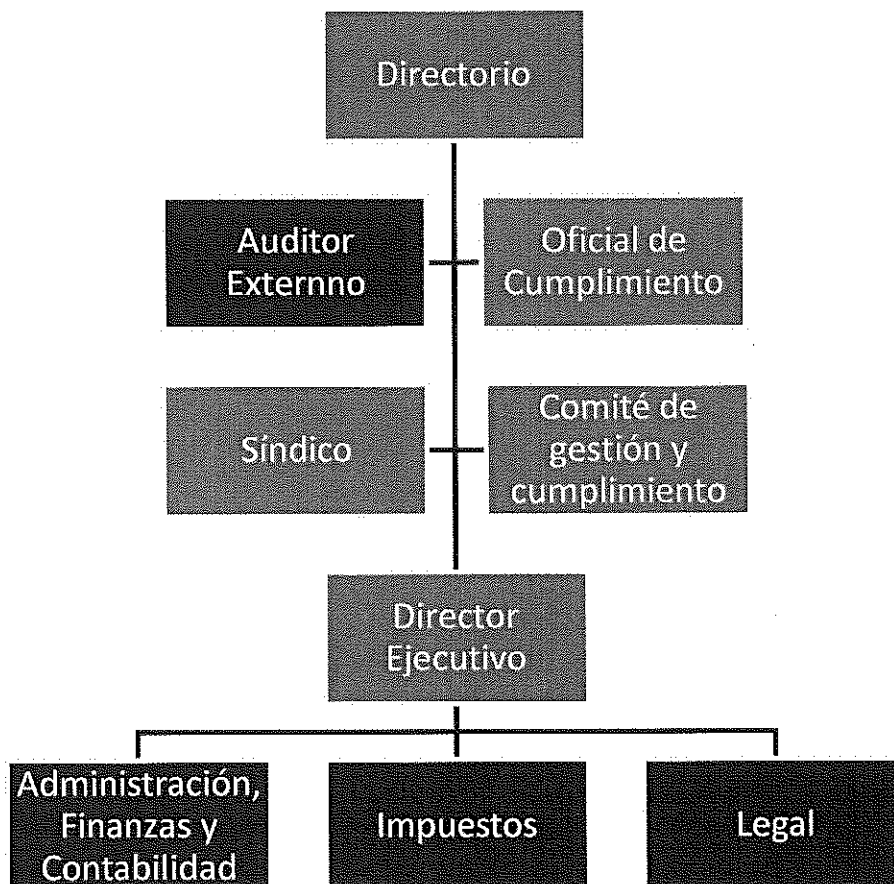
El Comité de Gestión y Cumplimiento evaluará el nivel de cumplimiento en la gestión de los fideicomisos administrados, los informes de auditoría externa y otras propuestas o decisiones que pudieren surgir.

Las reuniones serán documentadas en actas que serán circuladas a los miembros del Comité de Gestión y Cumplimiento y al Directorio.

Asimismo, este Comité contribuirá a la implementación y actualización permanente de las prácticas y políticas internas de EFAM, con el objetivo de lograr una continua mejora en la gestión de los fideicomisos administrados y un estricto cumplimiento de la normativa bancocentralista.



5) ORGANIGRAMA



Aprobado por el Directorio de EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A. el 13 de julio de 2015.-

7. ANEXO 7: ACTO DE DIRECTORIO DEL FIDUCIARIO

EF ASSET MANAGEMENT

ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A.

En Montevideo, a los 23 días del mes de agosto de 2016, a las 11:00 horas, en la sede social, se reúne el Directorio de EF ASSET MANAGEMENT ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A. (en adelante la "Sociedad"), con la presencia del Dr. Diego Rodríguez Castagno en su calidad de (Presidente) por sí y en representación del Cr. Nelson Mendiburu (Vicepresidente), según carta poder que exhibe.

Asimismo, se deja constancia que se encuentra presente el Síndico de la Sociedad, el Cr. Bruno Gili.

Debidamente reunido, el directorio por unanimidad resuelve:

RESOLUCIÓN 1: Constituir un fideicomiso financiero mediante contrato que se firmará con Agroempresa Forestal S.A. y Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A., el cual se denominará "FIDEICOMISO FINANCIERO FORESTAL BOSQUES DEL URUGUAY 3", y emitir Certificados de Participación de dicho fideicomiso, una vez registrada la emisión en el Registro del 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 3
Fiduciario:	EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.
Fideicomitentes:	Suscriptores iniciales de los Valores
Beneficiarios:	Titulares 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.

Actualmente se está completando la evaluación de un activo forestal compuesto por 47,281 hectáreas, de las cuales 14,398 hectáreas se encuentran forestadas con Eucalyptus y 16,968 hectáreas se encuentran forestadas con Pino, lo cual arroja un aprovechamiento del 66%.

Moneda: Dólar fondo.

Importe de la Emisión: Hasta US\$ 190.000.000

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 7), si bien, habrán disponibilidades al cierre de cada balance, estos serán destinados al financiamiento del emprendimiento. Por lo tanto, en la esta etapa no necesariamente 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 Fideicomitados 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 como categoría 1 por el BCU.

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:  uy

Asesor Legal: Ferrere
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

RESOLUCIÓN 2: Solicitar la cotización de dichos valores en la Bolsa Electrónica de Valores S.A y/o Bolsa de Valores de Montevideo.

Sin otros asuntos que considerar, se levanta la sesión a las 11:30 horas.



Diego Rodriguez Castagno
Presidente



Bruno Gili
Síndico

8. ANEXO 8: ULTIMOS ESTADOS CONTABLES DEL FIDUCIARIO



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

Estados financieros
correspondientes al ejercicio
finalizado el 31 de diciembre de
2015 e informe de auditoría
independiente

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

Estados financieros correspondientes al ejercicio finalizado el 31 de diciembre de 2015 e informe de auditoría independiente

Contenido

Informe de auditoría independiente

Estado del resultado integral

Estado de situación financiera

Estado de flujos de efectivo

Estado de cambios en el patrimonio neto

Notas a los estados financieros

Informe de auditoría independiente

Sres. Directores y Accionistas de
EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A.

Hemos auditado los estados financieros de EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A. que se adjuntan; dichos estados financieros comprenden el estado de situación financiera al 31 de diciembre de 2015, los correspondientes estados del resultado integral, de cambios en el patrimonio neto y de flujos de efectivo por el ejercicio finalizado en esa fecha, y las notas de políticas contables significativas y otras notas explicativas a los estados financieros.

Responsabilidad de la Dirección por los estados financieros

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 financieros de acuerdo con Normas Internacionales de Información Financiera y del control interno que considere necesario para permitir la preparación de estados financieros que estén libres de errores significativos, ya sea debido a fraude o error.

Responsabilidad del auditor

Nuestra responsabilidad es expresar una opinión sobre dichos estados financieros 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 financieros están libres de errores significativos.

Una auditoría implica realizar procedimientos para obtener evidencia de auditoría acerca de los montos y revelaciones en los estados financieros. Los procedimientos seleccionados dependen del juicio profesional del auditor, incluyendo la evaluación de los riesgos de existencia de errores significativos en los estados financieros, 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 financieros 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 financieros.

Consideramos que la evidencia de auditoría que hemos obtenido brinda una base suficiente y apropiada para sustentar nuestra opinión.

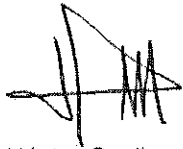
Opinión

En nuestra opinión, los estados financieros referidos precedentemente presentan razonablemente, en todos los aspectos importantes, la situación financiera de EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A. al 31 de diciembre de 2015, los resultados de sus operaciones y los flujos de efectivo correspondientes al ejercicio finalizado en esa fecha, de acuerdo con las Normas Internacionales de Información Financiera.

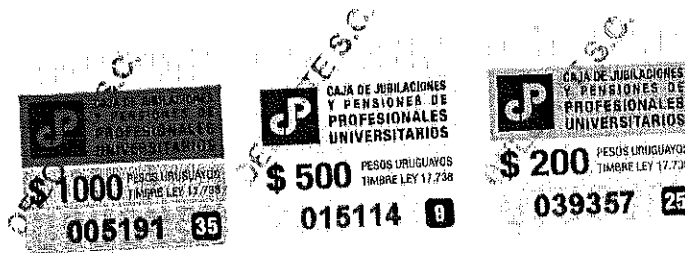
Énfasis en un asunto

Tal como se indica en la Nota 3 a los estados financieros, éstos han sido preparados conforme a Normas Internacionales de Información Financiera, siendo éste el primer ejercicio económico en que la Sociedad aplica dichas Normas. La aplicación de esta nueva base contable no ha tenido efecto en los referidos estados financieros.

31 de marzo de 2016



Héctor Cuello
Director, Deloitte S.C.



**HECTOR CESAR
CUELLO SUAREZ**

Digitally signed by HECTOR CESAR
CUELLO SUAREZ

DN: serialNumber=DNI33523914,
c=UY, cn=HECTOR CESAR CUELLO
SUAREZ

Date: 2016.03.31 15:08:12 -03'00'

EF ASSET MANAGEMENT
ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A.

ESTADO DEL RESULTADO INTEGRAL
POR EL EJERCICIO FINALIZADO EL 31 DE DICIEMBRE DE 2015

(expresado en pesos uruguayos)

	<u>Notas</u>	<u>31/12/2015</u>	<u>31/12/2014</u>
Ingresos operativos			
Ingresos por servicios prestados		22.425.946	12.900.179
		22.425.946	12.900.179
Egresos operativos			
Honorarios profesionales		(16.628.488)	(9.245.885)
Impuesto al patrimonio		(737.170)	(619.047)
Tasa de control regulatorio del sistema financiero		(76.460)	(55.870)
Varios		(61.864)	(56.984)
Timbres profesionales		(25.235)	(20.739)
Otros impuestos		(12.855)	(11.896)
Multas y recargos		(3.447)	(2.857)
IVA pérdida		(778)	(180.236)
		(17.546.297)	(10.193.514)
Resultado operativo		4.879.649	2.706.665
Resultados financieros			
Diferencia de cambio		2.758.985	1.480.844
Intereses ganados		407.632	345.876
Intereses perdidos		(616.760)	(167.457)
Resultado por tenencia		(333.024)	224.347
Comisiones bancarias		(40.768)	(35.362)
		2.176.065	1.848.248
Resultado antes de impuesto a la renta		7.055.714	4.554.913
Impuesto a la renta	12	(1.955.540)	(967.955)
Resultado integral del ejercicio		5.100.174	3.586.958

Las notas 1 a 13 forman parte de los presentes estados financieros.

**EF ASSET MANAGEMENT
ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A.**

**ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA
AL 31 DE DICIEMBRE DE 2015**

(expresado en pesos uruguayos)

	<u>Notas</u>	<u>31/12/2015</u>	<u>31/12/2014</u>
Activo			
Activo corriente			
Disponible	4	2.174.504	668.770
Otros activos financieros			
Depósito en garantía en BCU	6	3.553.223	1.132.357
Intereses a cobrar		197.058	160.348
Créditos			
Honorarios a cobrar		2.810.110	5.184.380
Otros créditos			
Crédito fiscal		-	56.698
Certificado de créditos		-	778
Pagos por cuenta de terceros		156.861	38.589
Total del activo corriente		<u>8.891.756</u>	<u>7.241.920</u>
Activo no corriente			
Otros activos financieros			
Depósito en garantía en BCU	6	51.121.731	45.193.470
Total del activo no corriente		<u>51.121.731</u>	<u>45.193.470</u>
Total del activo		<u>60.013.487</u>	<u>52.435.390</u>
Pasivo			
Pasivo corriente			
Acreedores comerciales			
Honorarios profesionales		578.812	2.808.075
Provisión honorarios profesionales		112.300	112.299
Anticipo de cliente		-	2.330
Deudas financieras			
Préstamos	7	3.553.223	1.132.357
Intereses a pagar		348.087	66.733
Otras cuentas por pagar			
DGI a pagar		67.593	109.799
Provisión deudas fiscales		500.545	-
Total del pasivo corriente		<u>5.160.560</u>	<u>4.231.593</u>
Pasivo no corriente			
Deudas financieras			
Préstamos	7	32.069.213	30.520.257
Total del pasivo no corriente		<u>32.069.213</u>	<u>30.520.257</u>
Total del pasivo		<u>37.229.773</u>	<u>34.751.850</u>
Patrimonio			
Capital			
Capital integrado		7.893.301	7.893.301
Ajustes al patrimonio			
Reexpresión monetaria		2.343.263	2.343.263
Reservas			
Reserva legal		372.350	193.002
Resultados			
Resultados acumulados		7.074.626	3.667.016
Resultado integral del período		5.100.174	3.586.958
Total del patrimonio		<u>22.783.714</u>	<u>17.683.540</u>
Total del pasivo y patrimonio		<u>60.013.487</u>	<u>52.435.390</u>

Las notas 1 a 13 forman parte de los presentes estados financieros.

**EF ASSET MANAGEMENT
ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A.**

**ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO
POR EL EJERCICIO FINALIZADO EL 31 DE DICIEMBRE DE 2015**
(expresado en pesos uruguayos)

	<u>Notas</u>	<u>31/12/2015</u>	<u>31/12/2014</u>
1. FLUJO DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE OPERACIÓN			
Resultado del ejercicio antes de impuesto a la renta		7.055.714	4.554.913
Ajustes por:			
Resultados ganados devengados no percibidos		(5.557.309)	(3.751.848)
Resultados perdidos devengados no pagados		3.669.290	-
Cambios en activos operativos			
Créditos		2.374.271	(3.675.373)
Otros créditos		(60.796)	(18.677)
Cambios en pasivos operativos			
Acreedores comerciales		(2.231.593)	2.740.213
Otras cuentas por pagar		6.440	194.912
		<u>5.256.017</u>	<u>44.140</u>
IRAE pagado		(1.503.643)	(1.107.309)
Flujo neto proveniente de (aplicado a) actividades operativas		<u><u>3.752.374</u></u>	<u><u>(1.063.169)</u></u>
2. FLUJO DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE INVERSIÓN			
Constitución de depósito en garantía en BCU	6.2	(3.214.811)	(13.436.659)
Desafectación de depósito en garantía BCU		-	598.962
Cobro intereses bonos del tesoro		386.285	327.538
Flujo neto aplicado a actividades de Inversión		<u><u>(2.828.526)</u></u>	<u><u>(12.510.159)</u></u>
3. FLUJO DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO			
Obtención de préstamo de terceros en UI		3.214.811	13.436.659
Cancelación de préstamos		(2.416.410)	(604.794)
Pago intereses préstamos en UI		(216.515)	(132.254)
Flujo neto proveniente de actividades de financiamiento		<u><u>581.886</u></u>	<u><u>12.699.611</u></u>
4. AUMENTO (DISMINUCIÓN) DE EFECTIVO Y EQUIVALENTE		1.505.734	(873.717)
5. EFECTIVO Y EQUIVALENTE DE EFECTIVO AL INICIO		668.770	1.542.487
6. EFECTIVO Y EQUIVALENTE DE EFECTIVO AL FINAL		<u><u>2.174.504</u></u>	<u><u>668.770</u></u>

Las notas 1 a 13 forman parte de los presentes estados financieros

EF ASSET MANAGEMENT
ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A.

ESTADO DE CAMBIOS EN EL PATRIMONIO NETO
POR EL EJERCICIO FINALIZADO EL 31 DE DICIEMBRE DE 2015
(expresado en pesos uruguayos)

	31/12/2015				31/12/2014
	Capital integrado	Ajustes al patrimonio	Reservas	Resultados acumulados	Total patrimonio neto
Saldos al inicio del ejercicio	7.893.301	2.343.263	193.002	7.253.974	14.096.582
Reservas	-	-	179.348	(179.348)	-
Resultado integral del ejercicio	-	-	-	5.100.174	3.586.958
Saldos al final del ejercicio	7.893.301	2.343.263	372.350	12.174.800	17.683.540

Las notas 1 a 13 forman parte de los presentes estados financieros.

**EF ASSET MANAGEMENT
ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSION S.A.**

NOTAS A LOS ESTADOS FINANCIEROS AL 31 DE DICIEMBRE DE 2015
(expresadas en pesos uruguayos)

NOTA 1 - INFORMACIÓN BÁSICA SOBRE LA EMPRESA

EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A. es una sociedad anónima cerrada, que tiene por objeto la administración de fondos de inversión y fideicomisos de cualquier naturaleza.

El 20 de agosto de 2003, el Banco Central del Uruguay (BCU) autorizó a la sociedad a funcionar en el marco de la Ley de Fondos de Inversión N° 16.774 del 27 de septiembre de 1996 y su modificación posterior en la Ley N° 17.202 de fecha 24 de septiembre de 1999.

El 9 de julio de 2004, el BCU autorizó a la Sociedad a actuar como Fiduciario Financiero en el marco de la Ley 17.703 de fecha 27 de octubre de 2003. Asimismo, en dicha fecha, la Sociedad fue inscrita en el Registro de Mercado de Valores del BCU como Fiduciario Financiero.

El 23 de mayo de 2005, el BCU autorizó a la Sociedad a actuar como Fiduciario Profesional en el marco de la Ley 17.703 de fecha 27 de octubre de 2003. Asimismo, en dicha fecha, la Sociedad fue inscrita en el Registro de Fiduciarios Profesionales, Sección Fiduciarios Generales.

NOTA 2 – ESTADOS FINANCIEROS

Los presentes estados financieros han sido autorizados para su emisión por parte de EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A. el 31 de marzo de 2016.

NOTA 3 – BASES DE PREPARACIÓN DE LOS ESTADOS FINANCIEROS

3.1 Normas contables aplicadas

Los estados financieros han sido preparados de acuerdo con las normas contables adecuadas en el Uruguay aplicables a la entidad, establecidas en los Decretos 103/91, 37/010 y 291/014.

El Decreto 37/010 establece que en aquellos casos en que las normas de presentación de estados financieros previstas en el Decreto 103/91 no sean compatibles con las soluciones previstas sustancialmente en las normas internacionales de información financiera 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 financiera y los criterios de clasificación y exposición de gastos por función en el estado del resultado integral.

El Decreto 291/014 establece que los estados contables correspondientes a períodos que comiencen a partir del 1 de enero de 2015 deben ser obligatoriamente formulados cumpliendo la Norma Internacional de Información Financiera para Pequeñas y Medianas entidades (NIIF para PYMES) emitido por el Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad (IASB – International Accounting Standards Board) a la fecha de emisión del decreto y publicados en la página web de la Auditoría Interna de la Nación.

Adicionalmente los emisores de estados contables de acuerdo al decreto antes mencionado podrán optar por aplicar las normas previstas en el Decreto 124/11 siendo las mismas las Normas Internacionales de Información Financiera adoptadas por el Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad (IASB – International Accounting Standards Board) traducidas al español.

En cumplimiento de lo anterior, la Sociedad se encuentra aplicando para la elaboración de sus Estados Financieros las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) adoptadas por el Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad (International Accounting Standard Board – IASB), traducidas al idioma español, siendo este el primer ejercicio de adopción de las mismas.

3.2 Aplicación de nuevas y revisadas Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF)

- Modificaciones a la NIC 19 – Planes de contribución a empleados definidos.
- Modificaciones a las NIIFs – Plan de mejoras anuales NIIFs 2010-2012.
- Modificaciones a las NIIFs – Plan de mejoras anuales NIIFs 2011-2013.

Estas modificaciones no tuvieron impacto significativo en los estados financieros de la Sociedad dada su operativa.

3.3 Normas Internacioneles de Información Financiera (NIIF) nuevas y revisadas emitidas que no fueron aplicadas

A la fecha de emisión de los presentes estados financieros, el IASB había emitido nuevas normas y/o enmiendas las cuales no son aún de aplicación obligatoria, las que se detallan a continuación:

- NIIF 9 – Instrumentos financieros – Obligatoria para ejercicios que se inicien a partir del 1º de enero de 2018.
- NIIF 14 – Cuentas regulatorias diferidas – Obligatoria para ejercicios que se inicien el 1º de enero de 2016.
- NIIF 15 – Ingresos provenientes de contratos con clientes – Obligatoria para ejercicios que se inicien el 1º de enero de 2017.
- Modificaciones a la NIIF 11– Contabilización de adquisiciones de participación en negocios conjuntos – Obligatoria para ejercicios que se inicien el 1º de enero de 2016.
- Modificaciones a las NIC 16 y NIC 38 – Aclaración de los métodos aceptables de depreciación y amortización - Obligatoria para ejercicios que se inicien el 1º de enero de 2016.
- Modificaciones a la NIC 16 y NIC 41 – Agricultura, activos biológicos para producir frutos - Obligatoria para ejercicios que se inicien el 1º de enero de 2016.
- Modificaciones a la NIIF 10, NIIF 12 y NIC 28 – Aplicación de la excepción de consolidación – Obligatoria para ejercicio que se inicien el 1º de enero de 2016
- Modificaciones a la NIC 1 – Iniciativa sobre información a revelar – Obligatoria para ejercicios que se inicien el 1º de enero de 2016.
- Modificaciones a la NIIF 10 y NIC 28 – Venta de aportación de activos entre un inversor y su asociada y negocio conjunto – Obligatoria para ejercicios que se inicien el 1º de enero de 2016
- Modificaciones a la NIC 27 – El método de participación en los estados financieros separados Obligatoria para ejercicios que se inicien el 1º de enero de 2016.
- Modificaciones a las NIIFs – Plan de mejoras anuales NIIFs 2012-2014.

La Dirección de la Sociedad no espera que la aplicación de estas modificaciones genere un impacto significativo en los estados financieros.

A continuación se presentan las principales políticas contables aplicadas:

3.4 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 ejercicio, el capital considerado como inversión en dinero.

3.5 Definición de fondos

Para la preparación del estado de flujo de efectivo del ejercicio el concepto de fondos utilizado es el efectivo.

	<u>31 de diciembre de 2015</u>	<u>31 de diciembre de 2014</u>
Caja moneda nacional	631.860	-
Banco moneda nacional	929.854	193.349
Banco moneda extranjera	612.790	475.421
Total	<u>2.174.504</u>	<u>668.770</u>

3.6 Criterios de valuación y exposición

Los principales criterios de valuación y exposición utilizados para la preparación de los estados financieros fueron los siguientes:

a) Activos y pasivos en moneda extranjera y en unidades indexadas (UI):

Los activos y pasivos en moneda extranjera se han convertido a pesos uruguayos utilizando el tipo de cambio billete comprador interbancario vigente al 31 de diciembre de 2015 de \$ 29,948 por US\$ 1 y al 31 de diciembre de 2014 de \$ 24,369 por US\$ 1.

Los activos y pasivos en Unidades Indexadas (UI) se han convertido a pesos uruguayos utilizando el valor de la Unidad Indexada al 31 de diciembre de 2015 de 1 UI es de \$ 3,2426 y al 31 de diciembre de 2014 de 1 UI es de \$ 2,9632. Las diferencias de cotización han sido imputadas al resultado del ejercicio.

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) Créditos:

Se presentan al valor nominal.

d) Otros activos financieros:

Los depósitos afectados en garantía se presentan al importe efectivamente depositado, netos de rescates y a cotización de cierre.

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.

- e) **Deudas financieras:**
Se presentan al costo amortizado.
- f) **Acreedores comerciales y otras cuentas por pagar:**
Los acreedores comerciales y otras cuentas por pagar son reconocidos cuando la Sociedad tiene una obligación presente como resultado de un evento pasado y es probable que se requiera a la Sociedad que cancele dicha obligación. Las provisiones son expresadas a la mejor estimación hecha por la Gerencia sobre el desembolso en el que incurrirá para cancelar dicha obligación a la fecha de balance, descontado el valor presente cuando el efecto es significativo.
- g) **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.
- h) **Impuestos:**
- **Impuesto a la renta de actividades económicas (IRAE)**

El cargo por el impuesto corriente se determina aplicando la tasa del 25% sobre la utilidad impositiva del ejercicio.

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.

La conciliación del impuesto se realiza por lo tanto sólo considerando el impuesto corriente.
 - **Impuesto al patrimonio (IP)**

El Impuesto al patrimonio grava la posesión de bienes situados, colocados o utilizados económicamente en la República por parte de los sujetos pasivos del impuesto (personas físicas, núcleos familiares, sucesiones indivisas; sujetos pasivos del IRAE; titulares de explotaciones agropecuarias; cuentas bancarias con denominación impersonal; sociedades anónimas, sociedades comandita por acciones y personas jurídicas constituidas en el extranjero).

En virtud de la aplicación de la Ley N° 18.083, la tasa aplicable es del 1,5% sobre el patrimonio fiscal.
 - **Impuesto al valor agregado (IVA)**

Respecto a la liquidación de IVA, EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A. es sujeto pasivo por los ingresos derivados de su gestión como fiduciaria, es decir por los honorarios facturados a los fideicomisos administrados. A partir del 1° de julio de 2007 la tasa aplicable vigente es del 22%.
 - **Tasa de control regulatorio del sistema financiero (TCRSF)**

Como administradora de fondos de inversión y fiduciario profesional la Sociedad es sujeto pasivo por las comisiones cobradas derivadas de su gestión como fiduciaria.

La tasa aplicable es del 2 %o (dos por mil).

3.7 Uso de estimaciones contables y juicios

La preparación de los estados financieros 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.

3.8 Efecto de los cambios en los criterios contables

Los criterios aplicados en la valuación de activos y pasivos, así como también en la determinación del resultado del ejercicio finalizado el 31 de diciembre de 2015, son similares con los criterios aplicados en el ejercicio finalizado el 31 de diciembre de 2014. La aplicación de esta nueva base contable no ha tenido efecto en los estados financieros de la Sociedad.

NOTA 4 – DISPONIBLE

	\$	
	<u>31.12.2015</u>	<u>31.12.2014</u>
Caja M/N	631.860	-
Banco M/E	4.662.826	295.029
Fondos de terceros M/E (*)	(4.271.726)	-
Banco M/N	919.195	178.412
Fondos de terceros M/N (*)	(17.829)	-
BCU \$	28.488	14.937
BCU US\$	221.690	180.392
Total	<u>2.174.504</u>	<u>668.770</u>

(*) Corresponde al monto de dinero al 31 de diciembre en cuentas bancarias de EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A. que corresponde a ciertos fideicomisos administrados por esta.

NOTA 5 – ACTIVOS Y PASIVOS EN MONEDA DISTINTA AL PESO URUGUAYO

Los Estados de situación financiera al 31 de diciembre de 2015 y al 31 de diciembre de 2014 incluyen los siguientes saldos en moneda distinta al peso uruguayo:

Dólares americanos

	<u>31.12.2015</u>		<u>31.12.2014</u>	
	<u>US\$</u>	<u>Equivalente en \$</u>	<u>US\$</u>	<u>Equivalente en \$</u>
ACTIVO				
Corriente				
Disponible	20.462	612.790	19.510	475.421
Intereses a cobrar	6.580	197.058	6.580	160.348
Honorarios a cobrar	68.138	2.040.586	63.701	1.552.330
Pagos por cuenta de terceros	3.206	96.013	-	-
No corriente				
Depósito en garantía en BCU	1.006.031	30.128.608	252.000	6.140.988
Total	<u>1.104.417</u>	<u>33.075.055</u>	<u>341.791</u>	<u>8.329.088</u>

	31.12.2015		31.12.2014	
	US\$	Equivalente en \$	US\$	Equivalente en \$
PASIVO				
Honorarios profesionales	2.568	76.906	4.717	114.949
Préstamos	350.000	10.481.800	-	-
Intereses a pagar	3.404	101.946	-	-
Total	355.972	10.660.652	4.717	114.949
Posición neta	748.445	22.414.403	337.074	8.214.139

Unidades indexadas

	31.12.2015		31.12.2014	
	UI	Equivalent e en \$	UI	Equivalent e en \$
ACTIVO				
Corriente				
Depósito en garantía BCU	1.023.544	3.318.944	382.140	1.132.357
No corriente				
Depósito en garantía BCU	6.012.528	19.496.224	13.179.158	39.052.484
Total	7.036.072	22.815.168	13.561.298	40.184.841

	31.12.2015		31.12.2014	
	UI	Equivalent e en \$	UI	Equivalent e en \$
PASIVO				
Corriente				
Intereses a pagar	75.908	246.141	22.521	66.733
Préstamos	1.023.544	3.318.944	382.140	1.132.357
No corriente				
Préstamos	6.729.690	21.821.692	10.303.286	30.520.257
Total	7.829.142	25.386.777	10.707.947	31.719.347
Posición neta	(793.070)	(2.571.609)	2.853.351	8.465.494

NOTA 6 – BIENES DE DISPONIBILIDAD RESTRINGIDA

6.1 Saldos

Los depósitos en garantía corresponden a la prenda constituida a favor del BCU en cumplimiento de la normativa vigente (Circular 2.232 del 29 de septiembre de 2015). La garantía deberá mantenerse en todo momento y estará integrada por una garantía inicial de UI 2.500.000 (dos millones quinientas mil Unidades Indexadas) la que podrá constituirse en efectivo o en valores públicos nacionales, depositados en el Banco Central del Uruguay y por una garantía adicional a constituirse en forma previa a cada emisión del 0,5% del valor nominal de los valores emitidos.

El saldo al 31 de diciembre de 2015 se compone por:

- Depósito en efectivo por UI 7.036.072,31 equivalentes a \$ 22.815.164.
- Depósito en efectivo por US\$ 765.581 equivalentes a \$ 22.927.615.
- Bono del tesoro uruguayo valor contable \$ 7.200.997 (Ver Nota 6.3).
- Depósito en efectivo por \$ 1.731.178.

El saldo al 31 de diciembre de 2014 se compone por:

- Depósito en efectivo por UI 13.561.298,50 equivalentes a \$ 40.184.840.
- Bono del tesoro uruguayo valor contable US\$ 6.140.988 (Ver Nota 6.3).

El monto puede ser liberado en función de las cancelaciones parciales futuras de los fideicomisos financieros administrados. Al 31 de diciembre de 2015 existen UI 977.489 (equivalente en \$ 3.169.605) pendientes de ser liberadas por cancelaciones realizadas por los fideicomisos.

6.2 Movimientos

Con fecha 11 de abril de 2014, se solicitó al BCU la desafectación de UI 210.000 (equivalente a \$ 598.962) correspondientes a la garantía del Fideicomiso Financiero FTU II, la misma fue liberada el 10 de junio de 2014.

El día 10 de Noviembre de 2014 se constituyó el depósito en garantía por el Fideicomiso Financiero Grinor Ciudad de la Costa por un monto total de UI 1.200.000 (equivalente en \$ 3.534.000) en cumplimiento del Artículo 104 Circular N° 2216 del BCU.

Asimismo el 3 de Diciembre de 2014 se constituyeron las garantías del Fideicomiso Financiero Pronto IV y Fideicomiso Financiero Bosques del Uruguay 2 por UI 505.999 (equivalente en \$ 1.496.899) y UI 2.841.416 (equivalente en \$ 8.405.760) respectivamente.

El 18 de Junio de 2015 se realizó el depósito correspondiente a la garantía por el Fideicomiso Financiero Casas Uru por un monto total de UI 702.500 (equivalente a \$ 2.176.555,75) en cumplimiento con el artículo 104 de la Circular N° 2216 del BCU.

El 19 de Agosto de 2015 se aumentó el depósito en garantía correspondiente al Fideicomiso Bosques del Uruguay 2 por UI 329.658,66 (equivalente en \$ 1.032.424,99).

El 21 de octubre de 2015 se transfirieron US\$ 350.000 desde la cuenta en unidades indexadas.

El 13 de Noviembre de 2015, con motivo de la emisión de la circular N° 2.232 por parte del Banco Central del Uruguay, la entidad modificó la composición de los montos prendados en garantía. Se transfirieron \$ 1.731.178,31 y US\$ 415.580,69 a las cuentas correspondientes en dichas monedas, desde la cuenta en unidades indexadas.

6.3 Valuación de valores afectados en garantía:

La valuación de los mismos al 31 de diciembre de 2015 es la siguiente:

	Valor nominal	Precio	Tasa anual	Vencimiento	Valor en US\$	Valor en UI	Valor en \$	Valor razonable equivalente en \$
Depósito en efectivo					765.581	7.036.072	1.731.178	47.473.957
Bonos del tesoro	210.000	114,5	7,05%	21/07/2019	240.450	-	-	7.200.997
Total					1.006.031	7.036.072	1.731.178	54.674.954

La valuación de los mismos al 31 de diciembre de 2014 es la siguiente:

	Valor nominal	Precio	Tasa anual	Vencimiento	Valor en US\$	Valor en UI	Valor en \$	Valor razonable equivalente en \$
Depósito en efectivo					-	13.561.299	-	40.184.840
Bonos del tesoro	210.000	120	7,05%	21/07/2019	252.000	-	-	6.140.988
Total					252.000	13.561.299	-	46.325.828

NOTA 7 – DEUDAS FINANCIERAS

Las deudas financieras al 31 de diciembre de 2015 y al 31 de diciembre de 2014 corresponden a:

	31.12.2015			31.12.2014	
	UI	USD	Equivalente en \$	UI	Equivalente en \$
CORTO PLAZO					
Fondos de terceros (2)	1.095.794	-	3.553.223	382.140	1.132.357
	1.095.794		3.553.223	382.140	1.132.357
LARGO PLAZO					
Discount Bank L.A. (1)	2.676.957	-	8.680.300	2.676.957	7.932.358
Fondos de terceros (2)	3.980.483	350.000	23.388.913	7.622.806	22.587.899
	6.657.440	350.000	32.069.213	10.299.763	30.520.257
Total	7.753.234	350.000	35.622.436	10.681.903	31.652.614

- (1) Corresponde a dos préstamos por UI 2.000.000 y UI 1.050.000 pactados con intereses a una tasa efectiva anual del 2% (dos por ciento) pagaderos en forma semestral, calculados sobre el monto del capital pendiente de pago a la fecha. Los mismos serán cancelados parcialmente a medida que los depósitos afectados en garantía (Nota 6) 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 6) son liberados por el BCU.

El manejo de la liquidez se realiza a partir de la correlación entre los depósitos afectados en garantía (Nota 6) y los pasivos financieros correspondientes.

NOTA 8 – PATRIMONIO

Al 31 de diciembre de 2015 y al 31 de diciembre de 2014 el capital integrado asciende a \$ 7.893.301 históricos representado por 788 acciones nominativas de valor nominal \$ 10.000 cada una, y dos certificados provisorios nominativos por \$ 6.650,50 cada uno. El capital autorizado asciende a \$ 10.000.000.

El 28 de abril de 2015, en asamblea ordinaria se aprobó el proyecto de distribución de utilidades donde se propuso aumentar la reserva legal en \$ 179.348 en cumplimiento del art. 93 de la Ley 16.060 y destinar a resultados acumulados la suma de \$ 3.407.610.

NOTA 9 – PARTES VINCULADAS

A continuación se detallan los saldos y transacciones mantenidos con las partes vinculadas:

	31.12.2015		31.12.2014	
	USD	Equivalente en \$	USD	Equivalente en \$
Saldos con CPA/Ferrere				
Honorarios profesionales				
Honorarios profesionales ME	2.568	76.906	4.717	114.949
Honorarios profesionales \$	-	371.279	-	2.163.254
Total	2.568	448.185	4.717	2.278.203
Saldos con Ferrere				
Préstamos	848.214	2.750.419	1.637.968	4.853.627
Total	848.214	2.750.419	1.637.968	4.853.627
Transacciones con CPA / Ferrere				
Honorarios profesionales	597.688	16.450.210	386.294	9.081.831
Total	597.688	16.450.210	386.294	9.081.831
Transacciones con Ferrere				
Pago préstamo	90.000	2.416.410	90.000	2.193.210
Total	90.000	2.416.410	90.000	2.193.210

NOTA 10 – FIDEICOMISOS ADMINISTRADOS

Los capitales administrados de los fideicomisos financieros al 31 de diciembre de 2015 ascienden a:

	US\$	UI	\$	Equivalente en \$
Fideicomiso Financiero CFP	4.500.000			134.766.000
Fideicomiso Financiero Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo II	3.080.470	206.584.776		762.125.702
Fideicomiso Financiero Velum Overseas I	1.061.726			31.796.569
Fideicomiso Financiero Bosques del Uruguay	50.000.000			1.497.400.000
Fideicomiso Financiero Pronto! 2		5.486.732,18		17.791.277,77
Fideicomiso Financiero de Inversiones y Rentas Inmobiliarias	66.312.328,77			1.985.921.622,00
Fideicomiso Financiero Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Suburbano de Pasajeros		96.355.304,18		312.441.709,33
Fideicomiso Financiero Pronto! 3			46.855.866,02	46.855.866,02
Fideicomiso Financiero Pronto! 4			299.379.795	299.379.795
Fideicomiso Financiero Grinor Ciudad de la Costa		185.823.643		602.551.745
Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay 2	47.400.000			1.419.535.200
Fideicomiso Financiero CASASURU de Desarrollo de Viviendas de Interés Social I		59.500.000		192.934.700
Total cuentas de orden	172.354.524	553.750.456	376.235.661	7.303.500.186

A continuación exponemos un breve resumen de los fideicomisos administrados al 31 de diciembre de 2015:

10.1 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.

10.2 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.

10.3 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.

La finalidad del Fideicomiso es dotar de liquidez al Fideicomitente a través de la securitización del Crédito de largo plazo contra el Estado correspondientes a las 10 cuotas anuales de U\$S 2.250.000. Tal objetivo se logra mediante la emisión de los Títulos de Deuda mediante oferta pública por parte del Fiduciario garantizado con el bien fideicomitado por el Fideicomitente.

El 1º de noviembre de 2007 se realizó la emisión de títulos de deuda por un valor nominal de U\$S 22.500.000.

10.4 Fideicomiso Financiero Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo II

Mediante contrato celebrado el 06 de julio de 2010 modificado el 20 de septiembre del mismo año, se constituyó el FIDEICOMISO FINANCIERO FONDO DE FINANCIAMIENTO DEL TRANSPORTE COLECTIVO URBANO DE MONTEVIDEO II.

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 3 % 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.

Con fecha 14 de Octubre de 2010, EFAM emitió por cuenta del Fideicomiso, títulos escriturales representativos de deuda por un valor nominal de US\$ 5.966.000 (Dólares estadounidenses cinco millones novecientos sesenta y seis mil) para ser colocados en el mercado.

Dichos títulos devengarán un interés sobre saldos del 5,80% lineal anual, en dólares estadounidenses 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.

10.5 Fideicomiso Financiero Velum Overseas I

Mediante contrato celebrado el 29 de diciembre de 2010 se constituyó el Fideicomiso Financiero Velum Overseas I.

A través del citado contrato se aportan U\$S 1.450.000 a efectos de que con los mismos se proceda a adquirir carteras de créditos para que sean administrados por Velum Credit Management.

Como contrapartida del aporte realizado, el Fideicomiso emitirá Certificados de Participación de oferta privada, no pudiéndose en ningún caso ofrecer los mismos en forma pública.

El fiduciario administrará el patrimonio del Fideicomiso conforme a las disposiciones del contrato

10.6 Fideicomiso de Administración PJD 1

Con fecha 22 de noviembre de 2009 se firmó el contrato de Fideicomiso de Administración PJD1.

El mencionado fideicomiso tiene por finalidad encomendar al Fiduciario la administración de los bienes fideicomitidos que existe entre las partes involucradas hasta su total cancelación.

10.7 Fideicomiso de Administración PJD 2

Con fecha 16 de noviembre de 2009 se firmó el contrato de Fideicomiso de Administración PJD2, culminando la inscripción ante el Registro Nacional de Actos Personales el 7 de enero de 2010. EF Asset Management actúa como fiduciario del mismo.

El mencionado fideicomiso tiene por finalidad encomendar al Fiduciario la administración de los bienes fideicomitidos que existe entre las partes involucradas hasta su total cancelación.

10.8 Fideicomiso Financiero Bosques del Uruguay

Con fecha 06 de mayo de 2011 se celebra el contrato, en la ciudad de Montevideo, entre EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A. en calidad de "Fiduciario", Agroempresa Forestal S.A. en calidad de "Administrador" y los Suscriptores Iniciales de los Valores en calidad de "Fideicomitentes", constituyendo el Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay. El mismo fue protocolizado el 9 de mayo del corriente año.

El Fideicomiso se integrará con los importes a ser pagados por los Fideicomitentes en su carácter de suscriptores iniciales de los Valores, en las condiciones que se establecen en el Contrato y para ser destinados al cumplimiento de los fines del mismo.

Con los fondos provenientes de la colocación de los Valores (Certificados de Participación), el Fiduciario invertirá en la compra de Inmuebles rurales situados dentro de la República Oriental del Uruguay, para el posterior desarrollo de la actividad silvícola integrando el patrimonio del Fideicomiso.

El Plan de Negocios establece el marco dentro del cual se desarrollará la estrategia del Fideicomiso para cumplir con su fin, y específicamente indica los requisitos generales que han de reunir los Inmuebles a efectos de que el Fideicomiso pueda realizar dichas inversiones.

El Fiduciario designa al Administrador por medio del Contrato de Administración para cumplir la tarea de administrar los Bienes 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 Fideicomiso. Certificados de Participación escriturales, por valor nominal de U\$S 50.000.000 (dólares americanos cincuenta millones).

Los Certificados de Participación darán a los Titulares derechos de participación sobre el resultado del Fideicomiso de acuerdo a los términos y condiciones establecidas.

El Fideicomiso se mantendrá vigente por un plazo máximo de 30 años, o hasta el momento que se liquiden todos los Activos del Fideicomiso y se cancelen todas las obligaciones.

10.9 Fideicomiso Financiero Pronto! 2

Con fecha 22 de julio de 2011 se celebró un contrato de Fideicomiso con KEDAL S.A. En el mismo se constituye un Fideicomiso denominado "Fideicomiso Financiero Pronto! 2", en virtud del cual KEDAL S.A. ("Fideicomitente") transfiere al patrimonio del Fideicomiso Créditos para la emisión de Valores.

La finalidad del Fideicomiso es dotar de liquidez al Fideicomitente a través de la securitización de los Créditos cedidos al Fideicomiso. Tal objetivo se logra mediante la emisión de los Valores por oferta pública por parte del Fiduciario garantizado con los Bienes Fideicomitados.

El fideicomiso se integrará de créditos libres de obligaciones y gravámenes, identificados en el contrato de fideicomiso.

El 16 de abril de 2015 se terminaron de amortizar los Títulos de Deuda A y B.

El monto remanente al 31 de diciembre de 2015 asciende a UI 5.486.732,18 equivalente en \$ 17.791.277,77, el mismo corresponde al remanente de los Títulos de Deuda C y a los Certificados de Participación (UI 54.529.429,87 al 31 de diciembre de 2014).

10.10 Fideicomiso Financiero de Inversiones y Rentas Inmobiliarias

Con fecha 6 de junio de 2011 se celebró un contrato de Fideicomiso se constituyó el fideicomiso FINANCIERO DE INVERSIONES Y RENTAS INMOBILIARIAS.

El 5 de agosto de 2011 el Banco Central del Uruguay (BCU) autorizó la inscripción del Fideicomiso en el Registro del Mercado de Valores (Comunicación N° 2011/132).

Con fecha 16 de mayo de 2012 se realizó la emisión de los títulos mixtos que integran el fideicomiso.

Con los fondos que el Fiduciario obtuvo por la colocación de los Valores, el Fideicomiso invertirá en derechos reales y/o personales que otorguen al Fideicomiso la disposición efectiva y explotación de Inmuebles o instalaciones situados en todo el territorio de la República Oriental del Uruguay.

Los Inmuebles serán seleccionados por el Administrador de acuerdo con las pautas establecidas en el Plan General de Inversión y con su administración se procurará obtener una renta razonable en el mediano y largo plazo a los efectos de generar los fondos necesarios para repagar los Valores emitidos.

10.11 Fideicomiso Ganadero Banco Itau

El 4 de setiembre de 2012 se celebró el contrato de Fideicomiso de Garantía Ganadero Banco Itau. El Banco podrá otorgar a cada una de las personas que se adhieran al presente Fideicomiso (fideicomitentes) un crédito, ya sea bajo la forma de préstamo u otro mecanismo legalmente permitido.

En garantía del repago del crédito acordado con el Banco, cada Fideicomitente aportará al fideicomiso determinada cantidad de ganado bovino.

Los Bienes Fideicomitados por cada Fideicomitente aseguran y asegurarán el fiel cumplimiento y pago puntual de todos los importes que adeude al Banco el respectivo Fideicomitente bajo su Crédito.

10.12 Fideicomiso Financiero Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Suburbano de Pasajeros

Mediante contrato celebrado el 06 de agosto de 2012 se constituyó el FIDEICOMISO FINANCIERO FONDO DE FINANCIAMIENTO DEL TRANSPORTE COLECTIVO SUBURBANO DE PASAJEROS.

A través del citado contrato el Ministerio de Transporte y Obras Públicas, en su calidad de administrador del Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Suburbano de Pasajeros, cede y transfiere al fideicomiso la totalidad de los flujos de fondos a percibir por el Fondo a partir de la fecha del citado contrato por concepto de Créditos. Dichos Créditos corresponden a la contribución del 5 % de la recaudación bruta total de las empresas de Transporte (COPSA; CUTCSA; COETC; UCOT; CASANOVA; SOLFY Y RAINCOOP) proveniente de la venta de boletos por los servicios de transporte colectivo suburbano de pasajeros. El activo del fideicomiso estará constituido por los derechos cedidos sobre estos Créditos.

En garantía del cumplimiento de las obligaciones derivadas del Contrato de Fideicomiso, se afectan los subsidios que las Empresas de Transporte tienen derecho a recibir del Fideicomiso de Administración del Boleto.

Con fecha 17 de diciembre de 2012, EFAM emitió por cuenta del Fideicomiso, títulos escriturales representativos de deuda por un valor nominal de UI 210.000.000 (Unidades indexadas doscientos diez millones) para ser colocados en el mercado.

Dichos títulos devengarán un interés sobre saldos del 3.50% lineal anual, en unidades indexadas pagaderos mensualmente.

Para el cálculo de los intereses se considerará un año de 360 días y los días efectivamente transcurridos entre cada período de amortización y pago.

El fideicomiso se extinguirá cuando haya cancelado totalmente las obligaciones asumidas por la emisión de títulos de deuda realizada con un plazo máximo de 30 años.

10.13 Fideicomiso de Garantía Aval Ganadero

Con fecha 13 de junio de 2013 se celebró el contrato de Fideicomiso de Garantía Aval Ganadero, HSBC Bank (Uruguay) podrá otorgar a cada una de las personas que se adhieran al presente Fideicomiso (fideicomitentes) un crédito documentado en vales u otro mecanismo legalmente permitido, de acuerdo a los términos y condiciones que en cada oportunidad sean negociadas y acordadas entre el banco y el productor.

En garantía del repago del crédito acordado con el Banco, cada Fideicomitente aportará al fideicomiso determinada cantidad de ganado.

Los Bienes Fideicomitados por cada Fideicomitente aseguran y asegurarán el fiel cumplimiento y pago puntual de todos los importes que adeude al Banco el respectivo Fideicomitente bajo su Crédito

10.14 Fideicomiso de Garantía Pesquerías Belnova

Con fecha 10 de octubre de 2013 se celebró el contrato de Fideicomiso de Garantía Pesquerías Belnova, a los efectos de garantizar por parte de Pesquerías Belnova el pago de las sumas adeudadas a Banco Santander, BBVA y Lloyd's TSB Bank, mediante la conformación de un patrimonio fideicomitado integrado por créditos que el fideicomitente tendrá derecho a cobrar en el futuro.

10.15 Fideicomiso de Garantía CII – ERCSA

Mediante contrato celebrado el 4 de noviembre de 2013, se constituyó el Fideicomiso de Garantía CII - ERCSA.

Dicho fideicomiso se constituyó sobre títulos de deuda pública soberana de propiedad de ERCSA a los efectos de garantizar las obligaciones de ERCSA con CII, en virtud de una línea de crédito por U\$S 5.000.000.

10.16 Fideicomiso Financiero Pronto! 3

Con fecha 27 de enero de 2014 se emitieron los valores correspondientes al contrato de Fideicomiso firmado con KEDAL S.A el 21 de agosto de 2013.

En el mismo se constituye un Fideicomiso denominado "Fideicomiso Financiero Pronto! 3", en virtud del cual KEDAL S.A. ("Fideicomitente") transfiere al patrimonio del Fideicomiso Créditos para la emisión de Valores.

La finalidad del Fideicomiso es dotar de liquidez al Fideicomitente a través de la securitización de los Créditos cedidos al Fideicomiso. Tal objetivo se logra mediante la emisión de los Valores por oferta pública y privada por parte del Fiduciario garantizado con los Bienes Fideicomitados.

El fideicomiso se integrará de créditos libres de obligaciones y gravámenes, identificados en el contrato de fideicomiso.

10.17 Fideicomiso de Garantía Trump Tower Punta del Este

Mediante contrato celebrado el 11 de marzo de 2014, se constituyó el Fideicomiso de Garantía Trump Tower Punta del Este con el fin de asegurar y garantizar a los Beneficiarios que los fondos que paguen y que deban pagar al Fideicomitente en virtud de los Contratos de Venta sean efectivamente destinados a la finalización y pago de los costos de obra (excluyendo honorarios y comisiones) de todos y cada uno de los ítems incluidos en el presupuesto.

A tales efectos, el Fideicomitente se obliga a entregar al Fiduciario una copia de todos los contratos firmados con los contratistas respecto de los ítems incluidos en el Presupuesto dentro de los 10 (diez) Días Hábiles de firmados.

10.18 Fideicomiso de Garantía Peñarol FEC

Con fecha 1 de Julio de 2014 se celebró el contrato de Fideicomiso de Garantía Peñarol FEC, el objeto del mismo es la constitución de la propiedad fiduciaria de los Créditos Cedidos que el fideicomitente transfiere con este Contrato al Fideicomiso con el fin de asegurar y garantizar el fiel cumplimiento y pago puntual de los importes que por capital e intereses se adeudan bajo el Crédito FEC.

10.19 Fideicomiso Estadio – Club Atlético Peñarol

El 6 de Junio de 2014 se modificó el Fideicomiso de Administración Estadio – Club Atlético Peñarol, designándose a EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A. como Fiduciaria y el 18 de junio se ratificó y consintió el contrato por parte de ésta última. El fin del Fideicomiso es la administración de la sociedad anónima que lleva adelante la construcción del Estadio del Club Atlético Peñarol.

10.20 Fideicomiso Financiero Pronto! 4

Con fecha 18 de diciembre de 2014 se emitieron los valores correspondientes al contrato de Fideicomiso firmado con KEDAL S.A el 15 de octubre de 2014.

En el mismo se constituye un Fideicomiso denominado "Fideicomiso Financiero Pronto! 4", en virtud del cual KEDAL S.A. ("Fideicomitente") transfiere al patrimonio del Fideicomiso Créditos para la emisión de Valores.

La finalidad del Fideicomiso es dotar de liquidez al Fideicomitente a través de la securitización de los Créditos cedidos al Fideicomiso. Tal objetivo se logra mediante la emisión de los Valores por oferta pública y privada por parte del Fiduciario garantizado con los Bienes Fideicomitados.

El fideicomiso se integrará de créditos libres de obligaciones y gravámenes, identificados en el contrato de fideicomiso.

10.21 Fideicomiso Financiero Bosques del Uruguay 2

El 14 de agosto de 2014 se celebró el contrato del Fideicomiso Financiero Bosques del Uruguay que tiene como objeto la compra de inmuebles rurales situados dentro del territorio de la República Oriental del Uruguay, los cuales serán destinados al desarrollo de la actividad forestal. La adquisición de inmuebles rurales se podrá realizar también mediante la celebración de promesas de enajenación de inmuebles a plazo.

10.22 Fideicomiso Financiero Grinor Ciudad de la Costa

Mediante contrato del 23 de octubre de 2014 se constituyó el Fideicomiso Financiero Grinor Ciudad de la Costa. La finalidad del mismo es la obtención de financiamiento a largo plazo a efectos de abonar los costos de las obras bajo la Licitación, todo esto mediante la securitización de los Créditos, mediante la emisión de oferta pública por parte del Fiduciario de Títulos de Deuda garantizados con los bienes fideicomitados transferidos por el Fideicomitente.

10.23 Fideicomiso Link MVD

El 23 de Abril de 2015 se constituyó el Fideicomiso de Administración Link MVD. El Fideicomiso tendrá por objeto recibir bienes y/o aportes que integrarán la Propiedad Fiduciaria y actuar con respecto a ellos en la forma y en las condiciones que se establecen en el contrato.

10.24 Fideicomiso de Garantía Cash I

El 1 de junio de 2015 se constituyó el Fideicomiso de Garantía Cash I. El mismo tiene como objeto garantizar las obligaciones del pago asumido, o a ser asumido, por el Fideicomitente frente al Beneficiario por un crédito otorgado por este último.

10.25 Fideicomiso Financiero CASASURU de Desarrollo de Viviendas de Interés Social I

El 2 de junio de 2015 se constituyó el Fideicomiso Financiero CASASURU de Desarrollo de Viviendas de Interés Social I. El Fideicomiso tendrá por objeto el desarrollo de proyectos de vivienda de interés social y su comercialización en los inmuebles aportados por los fideicomitentes.

10.26 Fideicomiso de Garantía Obligaciones Negociables Cutcsa

El 31 de Agosto de 2015 se firmó el contrato del Fideicomiso de Garantía Obligaciones Negociables de Cutcsa, el mismo tiene por objeto garantizar el fiel cumplimiento y pago puntual de los importes que por capital e intereses se adeudan bajo las Obligaciones Negociables, incluso en virtud de su exigibilidad anticipada.

10.27 Fideicomiso de Garantía Bioerix S.A. Y Abbott Laboratories P.R

El 16 de octubre de 2015, se constituye el presente fideicomiso en garantía de la Deuda Garantizada, sus reajustes e intereses así como toda otra suma que se adeude en el futuro por el Fideicomitente a cualquiera de las Acreedoras, sea como deudores principales, fiadores, codeudores solidarios o no, avalistas o por cualquier otro concepto, que hayan contraído o contraigan en el futuro.

10.28 Fideicomiso de Garantía Agrihold-CV LUXCO

El objeto del contrato del presente Fideicomiso es la constitución de la propiedad fiduciaria de los Bienes Fideicomitados con el fin de asegurar y garantizar el fiel y puntual cumplimiento de las Obligaciones Garantizadas.

10.29 Fideicomiso de Garantía Obligaciones Negociables Asociación Española 1

El 19 de noviembre de 2015 se constituye el presente Fideicomiso de Garantía en el que el Fideicomitente transfiere en propiedad fiduciaria al Fiduciario, quien adquiere, libre de obligaciones y gravámenes, los créditos cedidos por los montos indicados en el contrato del Fideicomiso hasta la total cancelación de las Obligaciones Negociables y los Gastos del Fideicomiso.

10.30 Fideicomiso de Garantía Obligaciones Negociables Asociación Española 2

El 22 de diciembre de 2015 se constituye el presente Fideicomiso de Garantía en el que el Fideicomitente transfiere en propiedad fiduciaria al Fiduciario, quien adquiere, libre de obligaciones y gravámenes, los créditos cedidos por los montos indicados en el contrato del Fideicomiso hasta la total cancelación de las Obligaciones Negociables y los Gastos del Fideicomiso.

NOTA 11 – RIESGOS FINANCIEROS

Las actividades de la Sociedad la exponen a una variedad de riesgos financieros: riesgo de mercado, riesgo de crédito y riesgo de liquidez.

La administración del riesgo corresponde a los administradores de la Sociedad quienes formulan las políticas generales para la administración del riesgo.

11.1 Riesgo de mercado

Riesgo de tipo de cambio e inflación

El riesgo de tipo de cambio surge de la exposición a la variación del mismo. La Sociedad se encuentra expuesta a la variación de la cotización del peso uruguayo respecto al dólar americano y a la Unidad Indexada. La posición en moneda distinta al peso uruguayo se muestra en la nota 5.

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.

Sensibilidad del peso uruguayo frente a un incremento y decremento de 20% frente al dólar estadounidense (escenario 1 y 2 respectivamente):

	<u>31.12.2015</u>
Escenario 1	
Ganancia (en \$)	4.482.881
Escenario 2	
Pérdida (en \$)	(4.482.881)

Sensibilidad del peso uruguayo frente a un aumento del 7,93% del valor de la Unidad Indexada:

	<u>31.12.2015</u>
Pérdida (en \$)	(203.929)

Riesgo de tasa de interés

Las deudas financieras contraídas en unidades indexadas devengan intereses a tasa fija en unidades indexadas y se valúan a costo amortizado por lo que la exposición a dicho riesgo se encuentra acotada.

Las deudas financieras con el sector financiero sujetas a dicho riesgo al cierre del periodo ascienden a unidades indexadas 2.676.957 al 31 de diciembre de 2015 y 31 de diciembre de 2014 (equivalentes a \$ 8.680.300 y \$ 7.932.358 respectivamente) siendo su tasa de interés de 2% anual en unidades indexadas.

Las deudas financieras contraídas en dólares devengan interés a una tasa del 5% efectiva anual, las deudas sujetas a dicho riesgo ascienden a U\$S 350.000 (equivalentes a \$ 10.481.800 al 31 de diciembre de 2015).

11.2 Riesgo de crédito

No existen créditos que individualmente representen un importe significativo que puedan implicar una concentración del riesgo de incobrabilidad.

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.

11.3 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.

Las deudas financieras contraídas por la Sociedad tienen como objeto la constitución de los depósitos en garantía requeridos por la normativa del Banco Central del Uruguay (BCU), y cuya cancelación será realizada una vez que dicha garantía sea liberada por el organismo regulador. De esta manera no existe exposición al riesgo de liquidez por estos pasivos

Valor razonable

Los valores contables de activos y pasivos financieros se encuentran sustancialmente expresados en UI y en dólares, por lo cual el riesgo implícito es el riesgo de tipo de cambio explicado en la nota 11.1. El valor de la UI se obtiene de la página web del Instituto Nacional de Estadística (www.ine.gub.uy). En el caso de los bonos del tesoro, la cotización vigente se obtiene de la Bolsa de Valores de Montevideo (www.bvm.com.uy).

NOTA 12 – IMPUESTO A LA RENTA

12.1 Composición del resultado por impuestos

	<u>31/12/2015</u>	<u>31/12/2014</u>
Impuesto corriente	(1.955.540)	(967.955)
Total	(1.955.540)	(967.955)

12.2 Reconciliación del resultado del ejercicio y el gasto por impuesto

	<u>2015</u>	<u>2014</u>
Resultado del ejercicio antes del impuesto a la renta	7.055.714	4.554.913
Impuesto a la tasa vigente	(1.763.929)	(1.138.728)
Items de reconciliación		
Ajuste por inflación	-	374.155
Impuestos no deducibles	-	(45.059)
Gastos no admitidos	(259.916)	(217.910)
Otros	68.305	59.587
Total	(1.955.540)	(967.955)

NOTA 13 – HECHOS POSTERIORES

A la fecha de presentación de los presentes estados financieros no existen otros hechos que puedan afectar a la Sociedad en forma significativa.

Deloitte S.C.
Juncal 1385, Piso 11
Montevideo, 11.000
Uruguay

Tel: +598 2916 0756
Fax: +598 2916 3317

www.deloitte.com/uy

**EF Asset Management
Administradora de
Fondos de Inversión S.A.**

**INFORME DE COMPILACIÓN
AL 31 DE MARZO DE 2016**

CPA FERRERE

BOLIVIA | ECUADOR | PARAGUAY | URUGUAY

Juncal 1392 | Montevideo, Uruguay | CP. 11000
Tel.: +598 2 900 1000 | Fax.: +598 2 900 5000

INFORME DE COMPILACIÓN

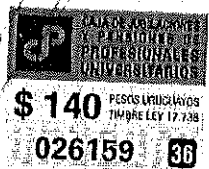
A los Señores Directores de
EF ASSET MANAGEMENT ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A.

Hemos efectuado una compilación del estado de situación patrimonial de EF ASSET MANAGEMENT ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A. al 31 de marzo de 2016 y de los correspondientes estados de resultados, de evolución del patrimonio neto y de origen y aplicación de fondos por el ejercicio finalizado en dicha fecha, conjuntamente con sus notas explicativas y Anexo. Dichos estados contables constituyen afirmaciones de la Dirección de la Sociedad, quien es responsable por la información contenida en los mismos y por su presentación de acuerdo con normas contables adecuadas en Uruguay.

La referida compilación fue realizada de acuerdo con la Norma Internacional de Servicios Relacionados Nro. 4410 según lo establecido por el Pronunciamiento Nro. 18 del Colegio de Contadores, Economistas y Administradores del Uruguay, y se limitó a presentar bajo la forma de estados contables las afirmaciones de la Dirección, sobre la situación patrimonial y financiera y los resultados de la Sociedad.

El trabajo de compilación realizado no consistió en un examen de acuerdo con Normas Internacionales de Auditoría o una revisión limitada de los referidos estados contables, por lo cual no expresamos una opinión u otro tipo de conclusión sobre los mismos.

Montevideo, 2 de mayo de 2016



CPA FERRERE

NELSON MENDIBURU
Socio
Contador Público
C.J.P.P.U. 42.226

EF ASSET MANAGEMENT
ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A.

ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA
AL 31 DE MARZO DE 2016
(expresado en pesos uruguayos)

	Notas	<u>31/03/2016</u>	<u>31/12/2015</u>
Activo			
Activo corriente			
Disponibles	4	1,699,486	2,174,504
Inversiones temporarias	5		
Letra de Regulación Monetaria		1,497,413	-
Intereses a cobrar		23,535	-
Otros activos financieros			
Depósito en garantía en BCU	7	3,663,663	3,553,223
Intereses a cobrar		91,377	197,058
Créditos			
Honorarios a cobrar		2,989,142	2,810,110
Otros créditos			
Gastos a Facturar		43,663	156,861
Crédito fiscal		180,481	-
Total del activo corriente		<u>10,188,760</u>	<u>8,891,756</u>
Activo no corriente			
Otros activos financieros			
Depósito en garantía en BCU	7	53,608,631	51,121,731
Total del activo no corriente		<u>53,608,631</u>	<u>51,121,731</u>
Total del activo		<u><u>63,797,390</u></u>	<u><u>60,013,486</u></u>
Pasivo			
Pasivo corriente			
Acreedores comerciales			
Honorarios Profesionales		366,294	578,812
Provisión Honorarios Profesionales		47,627	112,300
Deudas financieras	8		
Préstamos		3,663,663	3,553,223
Intereses a pagar		545,320	348,087
Otras cuentas por pagar			
DGI a Pagar		79,512	67,593
Provisión Deudas Fiscales		-	500,545
Total del pasivo corriente		<u>4,692,415</u>	<u>5,160,560</u>
Pasivo no corriente			
Deudas financieras	8		
Préstamos		33,423,247	32,069,213
Total del pasivo no corriente		<u>33,423,247</u>	<u>32,069,213</u>
Total del pasivo		<u><u>38,115,662</u></u>	<u><u>37,229,774</u></u>
Patrimonio			
Capital			
Capital integrado		7,893,301	7,893,301
Ajustes al patrimonio			
Reexpresión monetaria		2,343,263	2,343,263
Reservas			
Reserva legal		372,350	372,350
Resultados			
Resultados acumulados		12,174,799	7,074,626
Resultado integral del periodo		2,898,015	5,100,173
Total del patrimonio		<u>25,681,728</u>	<u>22,783,713</u>
Total del pasivo y patrimonio		<u><u>63,797,390</u></u>	<u><u>60,013,487</u></u>

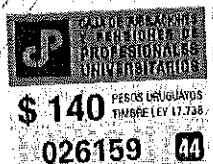
Las notas 1 a 13 y los anexos que se acompañan forman parte de los presentes estados contables

**EF ASSET MANAGEMENT
ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A.**

**ESTADO DE RESULTADO INTEGRAL
POR EL EJERCICIO FINALIZADO EL 31 DE MARZO DE 2016
(expresado en pesos uruguayos)**

Notas	31/03/2016	31/03/2015
Ingresos operativos		
Ingresos por servicios prestados	6,622,181	4,737,914
	<u>6,622,181</u>	<u>4,737,914</u>
Egresos operativos		
Honorarios Profesionales	(4,915,235)	(3,420,909)
Tasa de control regulatorio del sistema financiero	(21,905)	(17,184)
Varios	(2,060)	(14,009)
Timbres profesionales	(17,140)	(17,627)
	<u>(4,956,341)</u>	<u>(3,469,729)</u>
Resultado operativo	<u>1,665,840</u>	<u>1,268,185</u>
Resultados financieros		
Resultado por tenencia	32,029	(29,590)
Intereses ganados	140,939	92,330
Comisiones Bancarias	(20,197)	(10,814)
Resultado por desvalorización monetaria y tenencia	-	-
Diferencia de Cambio	1,261,395	585,405
Intereses perdidos	(181,991)	(30,610)
	<u>1,232,175</u>	<u>606,721</u>
Resultado Integral del ejercicio	<u><u>2,898,015</u></u>	<u><u>1,874,907</u></u>

Las notas 1 a 13 y los anexos que se acompañan forman parte de los presentes estados contables



EF ASSET MANAGEMENT
ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A.

ESTADO DE CAMBIOS EN EL PATRIMONIO NETO
POR EL EJERCICIO FINALIZADO EL 31 DE MARZO DE 2016
(expresado en pesos uruguayos)

	31/03/2016				31/03/2015	
	Capital Integrado	Ajustes al Patrimonio	Reserva Legal	Resultados Acumulados	Total Patrimonio Neto	Total Patrimonio Neto
Saldos al inicio del período	7,893,301	2,343,263	372,350	12,474,799	22,783,713	17,683,543
Resultado del período	-	-	-	2,898,015	2,898,015	1,874,907
Saldos al final del período	<u>7,893,301</u>	<u>2,343,263</u>	<u>372,350</u>	<u>15,072,814</u>	<u>25,681,728</u>	<u>19,558,450</u>

Las notas 1 a 13 y los anexos que se acompañan forman parte de los presentes estados contables

EF ASSET MANAGEMENT
ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A.

ESTADO DE FLUJO DE EFECTIVO
POR EL EJERCICIO FINALIZADO EL 31 DE MARZO DE 2016
(expresado en pesos uruguayos)

	<u>Notas</u>	<u>31/03/2016</u>	<u>31/03/2015</u>
1. FLUJO DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE OPERACIÓN			
Resultado Integral del período		2,668,016	1,874,907
Ajustes por:			
Resultados ganados devengados no percibidos		(5,742,166)	(1,467,922)
Diferencia de Cambio			
Resultados perdidos devengados no pagados		1,661,706	667,600
Cambios en activos operativos			
Deudores por Ventas		(179,034)	3,598,271
Otros Créditos		(67,282)	(665,773)
Cambios en pasivos operativos			
Deudas comerciales		(267,191)	(1,867,277)
Deudas diversas		1,079,141	1,340,284
		<u>(836,811)</u>	<u>3,660,089</u>
IRAE Pagado		(1,667,766)	(1,319,482)
Flujo neto proveniente (aplicado a) operaciones		<u>(2,204,577)</u>	<u>2,300,837</u>
2. FLUJO DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE INVERSIÓN			
Adquisición de Letras de Regulación Monetaria	5	1,500,000	-
Cobro intereses bonos del tesoro		229,569	181,724
Flujo neto proveniente de actividades de inversión		<u>1,729,569</u>	<u>181,724</u>
3. FLUJO DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO			
Pago intereses préstamo Ui		-	(47,909)
Flujo neto proveniente (aplicado) por actividades de financiamiento		<u>-</u>	<u>(47,909)</u>
4. AUMENTO (DISMINUCIÓN) DE EFECTIVO Y EQUIVALENTE		(475,018)	2,404,463
5. EFECTIVO Y EQUIVALENTE DE EFECTIVO AL INICIO		2,174,604	668,770
6. EFECTIVO Y EQUIVALENTE DE EFECTIVO AL FINAL		<u>1,899,486</u>	<u>3,163,223</u>

Las notas 1 a 13 y los anexos que se acompañan forman parte de los presentes estados contables

**EF ASSET MANAGEMENT
ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A.**

NOTAS A LOS ESTADOS FINANCIEROS AL 31 DE MARZO DE 2016
(expresadas en pesos uruguayos)

NOTA 1 - INFORMACIÓN BÁSICA SOBRE LA EMPRESA

EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A. es una sociedad anónima cerrada, que tiene por objeto la administración de fondos de inversión y fideicomisos de cualquier naturaleza.

El 20 de agosto de 2003, el Banco Central del Uruguay (BCU) autorizó a la sociedad a funcionar en el marco de la Ley de Fondos de Inversión N° 16.774 del 27 de septiembre de 1996 y su modificación posterior en la Ley N° 17.202 de fecha 24 de septiembre de 1999.

El 9 de julio de 2004, el BCU autorizó a la Sociedad a actuar como Fiduciario Financiero en el marco de la Ley 17.703 de fecha 27 de octubre de 2003. Asimismo, en dicha fecha, la Sociedad fue inscrita en el Registro de Mercado de Valores del BCU como Fiduciario Financiero.

El 23 de mayo de 2005, el BCU autorizó a la Sociedad a actuar como Fiduciario Profesional en el marco de la Ley 17.703 de fecha 27 de octubre de 2003. Asimismo, en dicha fecha, la Sociedad fue inscrita en el Registro de Fiduciarios Profesionales, Sección Fiduciarios Generales.

NOTA 2 – ESTADOS FINANCIEROS

Los presentes estados financieros han sido autorizados para su emisión por parte de EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A. el 2 de mayo de 2016.

NOTA 3 – BASES DE PREPARACIÓN DE LOS ESTADOS FINANCIEROS

3.1 Normas contables aplicadas

Los estados financieros han sido preparados de acuerdo con las normas contables adecuadas en el Uruguay aplicables a la entidad, establecidas en los Decretos 103/91, 37/010 y 291/014.

El Decreto 37/010 establece que en aquellos casos en que las normas de presentación de estados financieros previstas en el Decreto 103/91 no sean compatibles con las soluciones previstas sustancialmente en las normas Internacionales de Información Financiera 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 financiera y los criterios de clasificación y exposición de gastos por función en el estado de resultado integral.

El Decreto 291/014 establece que los estados contables correspondientes a períodos que comiencen a partir del 1 de enero de 2015 deben ser obligatoriamente formulados cumpliendo la Norma Internacional de Información Financiera para Pequeñas y Medianas entidades (NIIF para PYMES) emitido por el Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad (IASB – International Accounting Standards Board) a la fecha de emisión del decreto y publicados en la página web de la Auditoría Interna de la Nación.

Adicionalmente los emisores de estados contables de acuerdo al decreto antes mencionado podrán optar por aplicar las normas previstas en el Decreto 124/11 siendo las mismas las Normas Internacionales de Información Financiera adoptadas por el Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad (IASB – International Accounting Standards Board) traducidas al español.

En particular, los presentes estados financieros intermedios han sido preparados de acuerdo con la NIC 34 *Información Financiera Intermedia* la cual es aplicable para la publicación de información financiera a fecha intermedia. Los presentes estados no incluyen toda la información ni todas las revelaciones requerida para los estados financieros anuales completos preparados de acuerdo a Normas Internacionales de Información Financiera ("NIIF"), y deberán leerse en conjunto con los estados financieros de la Sociedad al y por el ejercicio terminado el 31 de diciembre de 2015.

En cumplimiento de lo anterior, la Sociedad se encuentra aplicando para la elaboración de sus Estados Financieros las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) adoptadas por el Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad (International Accounting Standard Board – IASB), traducidas al idioma español, siendo este el primer ejercicio de adopción de las mismas.

3.2 Aplicación de nuevas y revisadas Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF)

- Modificaciones a la NIC 19 – Planes de contribución a empleados definidos.
- Modificaciones a las NIIFs – Plan de mejoras anuales NIIFs 2010-2012.
- Modificaciones a las NIIFs – Plan de mejoras anuales NIIFs 2011-2013.

Estas modificaciones no tuvieron impacto significativo en los estados financieros de la Sociedad dada su operativa.

3.3 Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) nuevas y revisadas emitidas que no fueron aplicadas

A la fecha de emisión de los presentes estados financieros, el IASB había emitido nuevas normas y/o enmiendas las cuales no son aún de aplicación obligatoria, las que se detallan a continuación:

- NIIF 9 – Instrumentos financieros – Obligatoria para ejercicios que se inicien a partir del 1º de enero de 2018.
- NIIF 14 – Cuentas regulatorias diferidas – Obligatoria para ejercicios que se inicien el 1º de enero de 2016.
- NIIF 15 – Ingresos provenientes de contratos con clientes – Obligatoria para ejercicios que se inicien el 1º de enero de 2017.
- Modificaciones a la NIIF 11– Contabilización de adquisiciones de participación en negocios conjuntos – Obligatoria para ejercicios que se inicien el 1º de enero de 2016.
- Modificaciones a las NIC 16 y NIC 38 – Aclaración de los métodos aceptables de depreciación y amortización - Obligatoria para ejercicios que se inicien el 1º de enero de 2016.
- Modificaciones a la NIC 16 y NIC 41– Agricultura, activos biológicos para producir frutos - Obligatoria para ejercicios que se inicien el 1º de enero de 2016.
- Modificaciones a la NIIF 10, NIIF 12 y NIC 28 – Aplicación de la excepción de consolidación – Obligatoria para ejercicio que se inicien el 1º de enero de 2016
- Modificaciones a la NIC 1 – Iniciativa sobre información a revelar – Obligatoria para ejercicios que se inicien el 1º de enero de 2016.
- Modificaciones a la NIIF 10 y NIC 28 – Venta de aportación de activos entre un inversor y su asociada y negocio conjunto – Obligatoria para ejercicios que se inicien el 1º de enero de 2016
- Modificaciones a la NIC 27 – El método de participación en los estados financieros separados Obligatoria para ejercicios que se inicien el 1º de enero de 2016.
- Modificaciones a las NIIFs – Plan de mejoras anuales NIIFs 2012-2014.

La Dirección de la Sociedad no espera que la aplicación de estas modificaciones genere un impacto significativo en los estados financieros.

A continuación se presentan las principales políticas contables aplicadas:

3.4 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 ejercicio, el capital considerado como inversión en dinero.

3.5 Definición de fondos

Para la preparación del estado de flujo de efectivo del ejercicio el concepto de fondos utilizado es el efectivo.

	<u>31 de marzo de 2016</u>	<u>31 de marzo de 2015</u>
Banco moneda nacional	778.173	3.144.970
Banco moneda extranjera	918.726	18.254
Total	1.696.899	3.163.223

3.6 Criterios de valuación y exposición

Los principales criterios de valuación y exposición utilizados para la preparación de los estados financieros fueron los siguientes:

a) Activos y pasivos en moneda extranjera y en unidades indexadas (UI):

Los activos y pasivos en moneda extranjera se han convertido a pesos uruguayos utilizando el tipo de cambio billete comprador interbancario vigente al 31 de marzo de 2016 de \$ 31,742 por US\$ 1 y al 31 de diciembre de 2015 de \$ 29,948 por US\$ 1.

Los activos y pasivos en Unidades Indexadas (UI) se han convertido a pesos uruguayos utilizando el valor de la Unidad Indexada al 31 de marzo de 2016 de 1 UI es de \$ 3,3505 y al 31 de diciembre de 2015 de 1 UI es de \$ 3,2426. Las diferencias de cotización han sido imputadas al resultado del ejercicio.

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) Créditos:

Se presentan al valor nominal.

d) Inversiones temporarias:

Se presentan a su valor efectivo

- e) **Otros activos financieros:**
Los depósitos afectados en garantía se presentan al importe efectivamente depositado, netos de rescates y a cotización de cierre.

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) **Deudas financieras:**
Se presentan al costo amortizado.

- g) **Acreedores comerciales y otras cuentas por pagar:**
Los acreedores comerciales y otras cuentas por pagar son reconocidas cuando la Sociedad tiene una obligación presente como resultado de un evento pasado y es probable que se requiera a la Sociedad que cancele dicha obligación. Las provisiones son expresadas a la mejor estimación hecha por la Gerencia sobre el desembolso en el que incurrirá para cancelar dicha obligación a la fecha de balance, descontado el valor presente cuando el efecto es significativo.

- h) **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.

- i) **Impuestos:**

- **Impuesto a la renta de actividades económicas (IRAE)**

El cargo por el impuesto corriente se determina aplicando la tasa del 25% sobre la utilidad impositiva del ejercicio.

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.

La conciliación del impuesto se realiza por lo tanto sólo considerando el impuesto corriente.

- **Impuesto al patrimonio (IP)**

El impuesto al patrimonio grava la posesión de bienes situados, colocados o utilizados económicamente en la República por parte de los sujetos pasivos del impuesto (personas físicas, núcleos familiares, sucesiones indivisas; sujetos pasivos del IRAE; titulares de explotaciones agropecuarias; cuentas bancarias con denominación impersonal; sociedades anónimas, sociedades comandita por acciones y personas jurídicas constituidas en el extranjero).

En virtud de la aplicación de la Ley N° 18.083, la tasa aplicable es del 1,5% sobre el patrimonio fiscal.

De acuerdo a la normativa vigente, el hecho generador del Impuesto al Patrimonio ocurre al cierre del ejercicio económico, por lo tanto en periodos intermedios no existe la obligación y no se reconoce tal gravamen.

- **Impuesto al valor agregado (IVA)**

Respecto a la liquidación de IVA, EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A. es sujeto pasivo por los ingresos derivados de su gestión como fiduciaria, es decir por los honorarios facturados a los fideicomisos administrados. A partir del 1° de julio de 2007 la tasa aplicable vigente es del 22%.

- **Tasa de control regulatorio del sistema financiero (TCRSF)**

Como administradora de fondos de inversión y fiduciario profesional la Sociedad es sujeto pasivo por las comisiones cobradas derivadas de su gestión como fiduciaria.

La tasa aplicable es del 2 %o (dos por mil).

3.7 Uso de estimaciones contables y juicios

La preparación de los estados financieros 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.

3.8 Efecto de los cambios en los criterios contables

Los criterios aplicados en la valuación de activos y pasivos, así como también en la determinación del resultado del período de tres meses finalizado el 31 de marzo de 2016, son similares con los criterios aplicados en el ejercicio finalizado el 31 de diciembre de 2015. La aplicación de esta nueva base contable no ha tenido efecto en los estados financieros de la Sociedad.

NOTA 4 – DISPONIBLE

	\$	
	31.03.2016	31.12.2015
Caja M/N	-	631.860
Banco M/E	14.229.762	4.662.826
Fondo de terceros M/E	(13.311.036)	(4.271.726)
Banco M/N	1.141.641	919.195
Fondo de terceros M/N	(391.653)	(17.829)
BCU \$	28.185	28.488
BCU US\$	0	221.690
URRABURU & Hijos Corredor de Bolsa	2.587	-
Total	1.699.486	2.174.504

NOTA 5 – INVERSIONES TEMPORARIAS

El saldo corresponde a la compra de una Letra de Regulación Monetaria el 18 de febrero de 2016, en pesos uruguayos cuyo valor nominal es \$ 1.670.000 con una tasa del 13.80% anual.

NOTA 6 – ACTIVOS Y PASIVOS EN MONEDA DISTINTA AL PESO URUGUAYO

Los Estados de situación financiera al 31 de marzo de 2016 y al 31 de diciembre de 2015 incluyen los siguientes saldos en moneda distinta al peso uruguayo:

Dólares americanos

	31.03.2016		31.12.2015	
	US\$	Equivalente en \$	US\$	Equivalente en \$
ACTIVO				
Corriente				
Disponible	28.944	918.726	20.462	612.790
Intereses a cobrar	2.879	91.377	6.580	197.058
Honorarios a cobrar	42.821	1.369.213	68.138	2.040.586
Pagos por cuenta de terceros	41	1.311	3.206	96.013
No corriente				
Depósito en garantía en BCU	1.007.081	31.966.755	1.006.031	30.128.608
Total	1.081.766	34.337.382	1.104.417	33.076.055

	31.03.2016		31.12.2015	
	US\$	Equivalente en \$	US\$	Equivalente en \$
PASIVO				
Honorarios profesionales	159	5.047	2.508	76.906
Préstamos	350.000	11.109.700	350.000	10.481.800
Intereses a pagar	7.767	246.544	3.404	101.046
Total	367.926	11.361.291	355.972	10.660.652
Posición neta	723.839	22.976.091	748.445	22.414.403

Unidades Indexadas

	31.03.2016		31.12.2015	
	UI	Equivalente en \$	UI	Equivalente en \$
ACTIVO				
Corriente				
Depósito en garantía BCU	1.023.544	3.429.384	1.023.544	3.318.944
No corriente				
Depósito en garantía BCU	6.012.528	20.144.976	6.012.528	19.496.224
Total	7.036.072	23.574.360	7.036.072	22.815.168

	31.03.2016		31.12.2015	
	UI	Equivalente en \$	UI	Equivalente en \$
PASIVO				
Corriente				
Intereses a pagar	89.173	298.776	75.908	246.141
Préstamos	1.023.544	3.429.384	1.023.544	3.318.944
No corriente				
Préstamos	6.729.690	22.547.826	6.729.690	21.821.692
Total	7.842.407	26.276.986	7.829.142	25.386.777
Posición neta	(806.335)	(2.701.626)	(793.070)	(2.571.609)

NOTA 7 – BIENES DE DISPONIBILIDAD RESTRINGIDA

7.1 Saldos

Los depósitos en garantía corresponden a la prenda constituida a favor del BCU en cumplimiento de la normativa vigente (Circular 2.232 del 29 de septiembre de 2015). La garantía deberá mantenerse en todo momento y estará integrada por una garantía inicial de UI 2.500.000 (dos millones quinientas mil Unidades Indexadas) la que podrá constituirse en efectivo o en valores públicos nacionales, depositados en el Banco Central del Uruguay y por una garantía adicional a constituirse en forma previa a cada emisión del 0,5% del valor nominal de los valores emitidos.

El saldo al 31 de marzo de 2016 se compone por:

- Depósito en efectivo por UI 7.036.072,31 equivalentes a \$ 23.574.360.
- Depósito en efectivo por US\$ 765.581 equivalentes a \$ 24.301.062.
- Bono del tesoro uruguayo valor contable \$ 7.665.693. (Ver nota 7.3)
- Depósito en efectivo por \$ 1.731.178.

El saldo al 31 de diciembre de 2015 se compone por:

- Depósito en efectivo por UI 7.036.072,31 equivalentes a \$ 22.815.164.
- Depósito en efectivo por US\$ 765.581 equivalentes a \$ 22.927.615.
- Bono tesoro uruguayo valor contable \$ 7.200.997 (Ver Nota 7.3)
- Depósito en efectivo por \$ 1.731.178.

El monto puede ser liberado en función de las cancelaciones parciales futuras de los fideicomisos financieros administrados.

7.2 Movimientos

Con fecha 11 de abril de 2014, se solicitó al BCU la desafectación de UI 210.000 (equivalente en \$ 598.962) correspondientes a la garantía del Fideicomiso Financiero FTU II, la misma fue liberada el 10 de junio de 2014.

El día 10 de Noviembre de 2014 se constituyó el depósito en garantía por el Fideicomiso Financiero Grinor Ciudad de la Costa por un monto total de UI 1.200.000 (equivalente en \$ 3.534.000) en cumplimiento del Artículo 104 Circular N° 2216 del BCU.

Asimismo el 3 de Diciembre de 2014 se constituyeron las garantías del Fideicomiso Financiero Pronto IV y Fideicomiso Financiero Bosques del Uruguay 2 por UI 505.999 (equivalente en \$ 1.496.899) y UI 2.841.416 (equivalente en \$ 8.405.760) respectivamente.

El 18 de Junio de 2015 se realizó el depósito correspondiente a la garantía por el Fideicomiso Financiero Casas Urú por un monto total de UI 702.500 (equivalente a \$ 2.176.555,75) en cumplimiento con el artículo 104 de la Circular N° 2216 del BCU.

El 19 de Agosto de 2015 se aumentó el depósito en garantía correspondiente al Fideicomiso Bosques del Uruguay 2 por UI 329.658,66 (equivalente en \$ 1.032.424,99).

El 21 de octubre de 2015 se transfirieron US\$ 350.000 desde la cuenta en unidades indexadas.

El 13 de Noviembre de 2015, con motivo de la emisión de la circular N° 2.232 por parte del Banco Central del Uruguay, la entidad modificó la composición de los montos prendados en garantía. Se transfirieron \$ 1.731.178,31 y US\$ 415.580,69 a las cuentas correspondientes en dichas monedas, desde la cuenta en unidades indexadas.

7.3 Valuación de valores afectados en garantía:

La valuación de los mismos al 31 de marzo de 2016 es la siguiente:

	Valor nominal	Precio	Tasa anual	Vencimiento	Valor en US\$	Valor en UI	Valor en \$	Valor razonable equivalente en \$
Depósito en efectivo					765.581	7.036.072	1.731.178	49.606.601
Bonos del tesoro	210.000	115	7,05%	21/07/2019	241.500	-	-	7.665.693
Total					1.007.081	7.036.072	1.731.178	57.272.294

La valuación de los mismos al 31 de diciembre de 2015 es la siguiente:

	Valor nominal	Precio	Tasa anual	Vencimiento	Valor en US\$	Valor en UI	Valor en \$	Valor razonable equivalente en \$
Depósito en efectivo					765.581	7.036.072	1.731.178	47.473.957
Bonos del tesoro	210.000	114,5	7,05%	21/07/2019	240.450	-	-	7.200.997
Total					1.006.031	7.036.072	1.731.178	54.674.954

NOTA 8 – DEUDAS FINANCIERAS

Las deudas financieras al 31 de marzo de 2016 y al 31 de diciembre de 2015 corresponden a:

	31.03.2016			31.12.2015		
	UI	USD	Equivalente en \$	UI	USD	Equivalente en \$
CORTO PLAZO						
Fondos de terceros (2)	1.093.468	-	3.663.663	1.095.794	-	3.553.223
	1.093.468		3.663.663	1.095.794		3.553.223
LARGO PLAZO						
Discount Bank L.A. (1)	2.676.957		8.969.143	2.676.957		8.680.300
Fondos de terceros (2)	3.982.810	350.000	24.454.103	3.900.483	350.000	23.388.913
	6.659.766	350.000	33.423.247	6.657.439	350.000	32.069.213
Total	7.753.234	350.000	37.086.910	7.763.234	350.000	36.622.436

- (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 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 son liberados por el BCU.

El manejo de la liquidez se realiza a partir de la correlación entre los depósitos afectados en garantía y los pasivos financieros correspondientes.

NOTA 9 – PATRIMONIO

Al 31 de marzo de 2016 y al 31 de diciembre de 2015 el capital integrado asciende a \$ 7.893.301 históricos representado por 788 acciones nominativas de valor nominal \$ 10.000 cada una, y dos certificados provisorios nominativos por \$ 6.650,50 cada uno. El capital autorizado asciende a \$ 10.000.000.

El 28 de abril de 2015, en asamblea ordinaria se aprobó el proyecto de distribución de utilidades donde se propuso aumentar la reserva legal en \$ 179.348 en cumplimiento del art. 93 de la Ley 16.060 y destinar a resultados acumulados la suma de \$ 3.407.610.

NOTA 10 – PARTES VINCULADAS

A continuación se detallan los saldos y transacciones mantenidos con las partes vinculadas:

Saldos con CPA/Ferrere	31.03.2016		31.12.2015	
	USD	Equivalente en \$	USD	Equivalente en \$
Honorarios Profesionales ME	159	5.047	2.568	76.906
Honorarios Profesionales \$		220.620		371.279
Total	159	225.667	2.568	448.185

Saldos con Ferrere	31.03.2016		31.12.2015	
	UI	Equivalente en \$	UI	Equivalente en \$
Préstamos	848.214	2.841.942	848.214	2.750.419
Total	848.214	2.841.942	848.214	2.750.419

Transacciones con CPA / Ferrere	31.03.2016		31.03.2015	
	USD	Equivalente en \$	USD	Equivalente en \$
Honorarios profesionales	155.079	4.915.235	137.273	3.420.909
Total	155.079	4.915.235	137.273	3.420.909

NOTA 11 – FIDEICOMISOS ADMINISTRADOS

Los capitales administrados de los fideicomisos financieros al 31 de marzo de 2016 ascienden a:

	US\$	UI	\$	\$
Fideicomiso Financiero CFP	2.250.000			71.419.500
Fideicomiso Financiero Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo II	2.884.550	195.198.571		745.574.184
Fideicomiso Financiero Velum Overseas I	1.061.726			33.701.306
Fideicomiso Financiero Bosques del Uruguay	50.000.000			1.587.100.000
Fideicomiso Financiero Pronto! 2		4.217.213		14.129.773
Fideicomiso Financiero de Inversiones y Rentas Inmobiliarias	66.312.329			2.104.885.940
Fideicomiso Financiero Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Suburbano de Pasajeros		86.413.991		289.530.078
Fideicomiso Financiero Pronto! 3			40.116.879	40.116.879
Fideicomiso Financiero Pronto! 4			180.904.795	180.904.795
Fideicomiso Financiero Grinor Ciudad de la Costa		223.835.158		749.959.697
Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay 2	60.400.000			1.917.216.800
Fideicomiso Financiero CASASURU de Desarrollo de Viviendas de Interés Social I		140.500.000		470.745.250
Total cuentas de orden	182.908.604	660.164.934	221.021.674	8.205.284.201

A continuación exponemos un breve resumen de los fideicomisos administrados al 31 de marzo de 2016:

11.1 Fideicomiso de Administración - Marstar Invest S.A

Con fecha 22 de diciembre de 2005 se firmó el contrato de Fideicomiso de Administración con Marstar Invest S.A. en su calidad de Fiduciario del Fideicomiso culminándose la inscripción ante el Registro Nacional de Actos Personales el 5 de enero de 2006.

El objetivo del fideicomiso es que el Fiduciario se haga cargo de la administración del Crédito que existe entre las partes involucradas hasta su total cancelación.

Con fecha 30 de octubre de 2012 se procedió a modificar el cronograma de acuerdo a las cláusulas establecidas en el contrato.

11.2 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.

11.3 Fideicomiso Financiero CFP

El 20 de julio de 2007 se celebró un contrato de Fideicomiso con CERRO FREE PORT S.A.

En el mismo se constituye un Fideicomiso denominado "Fideicomiso Financiero CFP" en virtud del cual Cerro Free Port S.A. ("Fideicomitente") transfiere al patrimonio del Fideicomiso el Crédito derivado de un Acuerdo Transaccional celebrado con el Estado.

Como consecuencia del Acuerdo el Estado se obligó a pagar al Fideicomitente la suma de U\$S 28.500.000 de la siguiente forma: U\$S 6.000.000 que fueron abonados el día 27 de junio de 2007 y el saldo en 10 cuotas anuales, iguales y consecutivas de U\$S 2.250.000 cada una, venciendo la primera a los 365 días de realizado el primer pago con más el 7% de interés anual sobre saldos.

La finalidad del Fideicomiso es dotar de liquidez al Fideicomitente a través de la securitización del Crédito de largo plazo contra el Estado correspondientes a las 10 cuotas anuales de U\$S 2.250.000. Tal objetivo se logra mediante la emisión de los Títulos de Deuda mediante oferta pública por parte del Fiduciario garantizado con el bien fideicomitado por el Fideicomitente.

El 1º de noviembre de 2007 se realizó la emisión de títulos de deuda por un valor nominal de U\$S 22.500.000.

11.4 Fideicomiso Financiero Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo II

Mediante contrato celebrado el 06 de julio de 2010 modificado el 20 de septiembre del mismo año, se constituyó el FIDEICOMISO FINANCIERO FONDO DE FINANCIAMIENTO DEL TRANSPORTE COLECTIVO URBANO DE MONTEVIDEO 2.

A través del citado contrato la Intendencia Municipal de Montevideo, en su calidad de administradora del Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo, cede y transfiere a EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A. (EFAM), en su calidad de Fiduciario del Fideicomiso, la totalidad de los flujos de fondos a percibir por el Fondo a partir de la fecha del citado contrato por concepto de Créditos. Dichos Créditos corresponden a la contribución del 5 % de la recaudación bruta total de las empresas de Transporte (RAINCOOP; CUTCSA; COETC; UCOT Y COME) proveniente de la venta de boletos por los servicios de transporte colectivo urbano de pasajeros. El activo del fideicomiso estará constituido por los derechos cedidos sobre estos Créditos.

En garantía del cumplimiento de las obligaciones derivadas del Contrato de Fideicomiso, se afectan los subsidios que las Empresas de Transporte tienen derecho a recibir de la Intendencia Municipal de Montevideo.

Con fecha 14 de Octubre de 2010, EFAM emitió por cuenta del Fideicomiso, títulos escriturales representativos de deuda por un valor nominal de UI 400.000.000 (Unidades Indexadas cuatrocientos millones) para ser colocados en el mercado.

Dichos títulos devengarán un interés sobre saldos del 5.50% lineal anual, en unidades Indexadas pagaderos mensualmente.

Para el cálculo de los intereses se considerará un año de 360 días y los días efectivamente transcurridos entre cada período de amortización y pago.

El fideicomiso se extinguirá cuando haya cancelado totalmente las obligaciones asumidas por la emisión de títulos de deuda realizada con un plazo máximo de 10 años.

11.5 Fideicomiso Financiero Velum Overseas I

Mediante contrato celebrado el 29 de diciembre de 2010 se constituyó el Fideicomiso Financiero Velum Overseas I.

A través del citado contrato se aportan U\$S 1.450.000 a efectos de que con los mismos se proceda a adquirir carteras de créditos para que sean administrados por Velum Credit Management.

Como contrapartida del aporte realizado, el Fideicomiso emitirá Certificados de Participación de oferta privada, no pudiéndose en ningún caso ofrecer los mismos en forma pública.

El fiduciario administrará el patrimonio del Fideicomiso conforme a las disposiciones del contrato

11.6 Fideicomiso de Administración PJD 1

Con fecha 22 de noviembre de 2009 se firmó el contrato de Fideicomiso de Administración PJD1.

El mencionado fideicomiso tiene por finalidad encomendar al Fiduciario la administración de los bienes fideicomitidos que existe entre las partes involucradas hasta su total cancelación.

11.7 Fideicomiso de Administración PJD 2

Con fecha 16 de noviembre de 2009 se firmó el contrato de Fideicomiso de Administración PJD2, culminando la inscripción ante el Registro Nacional de Actos Personales el 7 de enero de 2010. EF Asset Management actúa como fiduciario del mismo.

El mencionado fideicomiso tiene por finalidad encomendar al Fiduciario la administración de los bienes fideicomitidos que existe entre las partes involucradas hasta su total cancelación.

11.8 Fideicomiso Financiero Bosques del Uruguay

Con fecha 06 de mayo de 2011 se celebra el contrato, en la ciudad de Montevideo, entre EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A. en calidad de "Fiduciario", Agroempresa Forestal S.A. en calidad de "Administrador" y los Suscriptores Iniciales de los Valores en calidad de "Fideicomitentes", constituyendo el Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay. El mismo fue protocolizado el 9 de mayo del corriente año.

El Fideicomiso se integrará con los importes a ser pagados por los Fideicomitentes en su carácter de suscriptores iniciales de los Valores, en las condiciones que se establecen en el Contrato y para ser destinados al cumplimiento de los fines del mismo.

Con los fondos provenientes de la colocación de los Valores (Certificados de Participación), el Fiduciario invertirá en la compra de Inmuebles rurales situados dentro de la República Oriental del Uruguay, para el posterior desarrollo de la actividad silvícola integrando el patrimonio del Fideicomiso.

El Plan de Negocios establece el marco dentro del cual se desarrollará la estrategia del Fideicomiso para cumplir con su fin, y específicamente indica los requisitos generales que han de reunir los Inmuebles a efectos de que el Fideicomiso pueda realizar dichas inversiones.

El Fiduciario designa al Administrador por medio del Contrato de Administración para cumplir la tarea de administrar los Bienes 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 refleran a dichos bienes.

Con fecha 05 de agosto de 2011, EFAM emitió por cuenta del Fideicomiso. Certificados de Participación escriturales, por valor nominal de U\$S 50.000.000 (dólares americanos cincuenta millones).

Los Certificados de Participación darán a los Titulares derechos de participación sobre el resultado del Fideicomiso de acuerdo a los términos y condiciones establecidas.
El Fideicomiso se mantendrá vigente por un plazo máximo de 30 años, o hasta el momento que se liquiden todos los Activos del Fideicomiso y se cancelen todas las obligaciones.

11.9 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 16/04 se terminaron de amortizar los Títulos de Deuda A y B.

11.10 Fideicomiso Financiero de Inversiones y Rentas Inmobiliarias

Con fecha 6 de junio de 2011 se celebró un contrato de Fideicomiso se constituyó el fideicomiso FINANCIERO DE INVERSIONES Y RENTAS INMOBILIARIAS.

El 5 de agosto de 2011 el Banco Central del Uruguay (BCU) autorizó la inscripción del Fideicomiso en el Registro del Mercado de Valores (Comunicación N° 2011/132).
Con fecha 16 de mayo de 2012 se realizó la emisión de los títulos mixtos que integran el fideicomiso.

Con los fondos que el Fiduciario obtuvo por la colocación de los Valores, el Fideicomiso invertirá en derechos reales y/o personales que otorguen al Fideicomiso la disposición efectiva y explotación de Inmuebles o instalaciones situados en todo el territorio de la República Oriental del Uruguay.

Los Inmuebles serán seleccionados por el Administrador de acuerdo con las pautas establecidas en el Plan General de Inversión y con su administración se procurará obtener una renta razonable en el mediano y largo plazo a los efectos de generar los fondos necesarios para repagar los Valores emitidos.

11.11 Fideicomiso Ganadero Banco Itau

El 4 de setiembre de 2012 se celebró el contrato de Fideicomiso de Garantía Ganadero Banco Itau. El Banco podrá otorgar a cada una de las personas que se adhieran al presente Fideicomiso (fideicomitentes) un crédito, ya sea bajo la forma de préstamo u otro mecanismo legalmente permitido.

En garantía del repago del crédito acordado con el Banco, cada Fideicomitente aportará al fideicomiso determinada cantidad de ganado bovino.

Los Bienes 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

11.12 Fideicomiso Financiero Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Suburbano de Pasajeros

Mediante contrato celebrado el 06 de agosto de 2012 se constituyó el FIDEICOMISO FINANCIERO FONDO DE FINANCIAMIENTO DEL TRANSPORTE COLECTIVO SUBURBANO DE PASAJEROS.

A través del citado contrato el Ministerio de Transporte y Obras Públicas, en su calidad de administrador del Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Suburbano de Pasajeros, cede y transfiere al fideicomiso la totalidad de los flujos de fondos a percibir por el Fondo a partir de la fecha del citado contrato por concepto de Créditos. Dichos Créditos corresponden a la contribución del 5 % de la recaudación bruta total de las empresas de Transporte (COPSA; CUTCSA; COETC; UCOT; CASANOVA; SOLFY Y RAINCOOP) proveniente de la venta de boletos por los servicios de transporte colectivo suburbano de pasajeros. El activo del fideicomiso estará constituido por los derechos cedidos sobre estos Créditos.

En garantía del cumplimiento de las obligaciones derivadas del Contrato de Fideicomiso, se afectan los subsidios que las Empresas de Transporte tienen derecho a recibir del Fideicomiso de Administración del Boleto.

Con fecha 17 de diciembre de 2012, EFAM emitió por cuenta del Fideicomiso, títulos escriturales representativos de deuda por un valor nominal de UI 210.000.000 (Unidades indexadas doscientos diez millones) para ser colocados en el mercado.

Dichos títulos devengarán un interés sobre saldos del 3.50% lineal anual, en unidades indexadas pagaderos mensualmente.

Para el cálculo de los intereses se considerará un año de 360 días y los días efectivamente transcurridos entre cada período de amortización y pago.

El fideicomiso se extinguirá cuando haya cancelado totalmente las obligaciones asumidas por la emisión de títulos de deuda realizada con un plazo máximo de 30 años.

11.13 Fideicomiso de Garantía Aval Ganadero

Con fecha 13 de junio de 2013 se celebró el contrato de Fideicomiso de Garantía Aval Ganadero, HSBC Bank (Uruguay) podrá otorgar a cada una de las personas que se adhieran al presente Fideicomiso (fideicomitentes) un crédito documentado en vales u otro mecanismo legalmente permitido, de acuerdo a los términos y condiciones que en cada oportunidad sean negociadas y acordadas entre el banco y el productor.

En garantía del repago del crédito acordado con el Banco, cada Fideicomitente aportará al fideicomiso determinada cantidad de ganado.

Los Bienes Fideicomitados por cada Fideicomitente aseguran y asegurarán el fiel cumplimiento y pago puntual de todos los importes que adeude al Banco el respectivo Fideicomitente bajo su Crédito

11.14 Fideicomiso de Garantía Pesquerías Belnova

Con fecha 10 de octubre de 2013 se celebró el contrato de Fideicomiso de Garantía Pesquerías Belnova, a los efectos de garantizar por parte de Pesquerías Belnova el pago de las sumas adeudadas a Banco Santander, BBVA y Lloyd's TSB Bank, mediante la conformación de un patrimonio fideicomitado integrado por créditos que el fideicomitente tendrá derecho a cobrar en el futuro.

11.15 Fideicomiso de Garantía CII – ERCSA

Mediante contrato celebrado el 4 de noviembre de 2013, se constituyó el Fideicomiso de Garantía CII - ERCSA.

Dicho fideicomiso se constituyó sobre títulos de deuda pública soberana de propiedad de ERCSA a los efectos de garantizar las obligaciones de ERCSA con CII, en virtud de una línea de crédito por U\$S 5.000.000.

11.16 Fideicomiso Financiero Pronto! 3

Con fecha 27 de enero de 2014 se emitieron los valores correspondientes al contrato de Fideicomiso firmado con KEDAL S.A el 21 de agosto de 2013.

En el mismo se constituye un Fideicomiso denominado "Fideicomiso Financiero Pronto! 3", en virtud del cual KEDAL S.A. ("Fideicomitente") transfiere al patrimonio del Fideicomiso Créditos para la emisión de Valores.

La finalidad del Fideicomiso es dotar de liquidez al Fideicomitente a través de la securitización de los Créditos cedidos al Fideicomiso. Tal objetivo se logra mediante la emisión de los Valores por oferta pública y privada por parte del Fiduciario garantizado con los Bienes Fideicomitidos.

El fideicomiso se integrará de créditos libres de obligaciones y gravámenes, identificados en el contrato de fideicomiso.

11.17 Fideicomiso de Garantía Trump Tower Punta del Este

Mediante contrato celebrado el 11 de marzo de 2014, se constituyó el Fideicomiso de Garantía Trump Tower Punta del Este con el fin de asegurar y garantizar a los Beneficiarios que los fondos que paguen y que deban pagar al Fideicomitente en virtud de los Contratos de Venta sean efectivamente destinados a la finalización y pago de los costos de obra (excluyendo honorarios y comisiones) de todos y cada uno de los Items 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 Items incluidos en el Presupuesto dentro de los 10 (diez) Días Hábiles de firmados.

11.18 Fideicomiso de Garantía Peñarol FEC

Con fecha 1 de Julio de 2014 se celebró el contrato de Fideicomiso de Garantía Peñarol FEC, el objeto del mismo es la constitución de la propiedad fiduciaria de los Créditos Cedidos que el fideicomitente transfiere con este Contrato al Fideicomiso con el fin de asegurar y garantizar el fiel cumplimiento y pago puntual de los importes que por capital e intereses se adeudan bajo el Crédito FEC.

11.19 Fideicomiso Estadio – Club Atlético Peñarol

El 6 de Junio de 2014 se modificó el Fideicomiso de Administración Estadio – Club Atlético Peñarol, designándose a EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A. como Fiduciaria y el 18 de Junio se ratificó y consintió el contrato por parte de ésta última. El fin del Fideicomiso es la administración de la sociedad anónima que lleva adelante la construcción del Estadio del Club Atlético Peñarol.

11.20 Fideicomiso Financiero Pronto! 4

Con fecha 18 de diciembre de 2014 se emitieron los valores correspondientes al contrato de Fideicomiso firmado con KEDAL S.A el 15 de octubre de 2014.

En el mismo se constituye un Fideicomiso denominado "Fideicomiso Financiero Prontol 4", en virtud del cual KEDAL S.A. ("Fideicomitente") transfiere al patrimonio del Fideicomiso Créditos para la emisión de Valores.

La finalidad del Fideicomiso es dotar de liquidez al Fideicomitente a través de la securitización de los Créditos cedidos al Fideicomiso. Tal objetivo se logra mediante la emisión de los Valores por oferta pública y privada por parte del Fiduciario garantizado con los Bienes Fideicomitados.

El fideicomiso se integrará de créditos libres de obligaciones y gravámenes, identificados en el contrato de fideicomiso.

11.21 Fideicomiso Financiero Bosques del Uruguay 2

El 14 de agosto de 2014 se celebró el contrato del Fideicomiso Financiero Bosques del Uruguay que tiene como objeto la compra de inmuebles rurales situados dentro del territorio de la República Oriental del Uruguay, los cuales serán destinados al desarrollo de la actividad forestal. La adquisición de inmuebles rurales se podrá realizar también mediante la celebración de promesas de enajenación de inmuebles a plazo.

11.22 Fideicomiso Financiero Grinor Ciudad de la Costa

Mediante contrato del 23 de octubre de 2014 se constituyó el Fideicomiso Financiero Grinor Ciudad de la Costa. La finalidad del mismo es la obtención de financiamiento a largo plazo a efectos de abonar los costos de las obras bajo la Licitación, todo esto mediante la securitización de los Créditos, mediante la emisión de oferta pública por parte del Fiduciario de Títulos de Deuda garantizados con los bienes fideicomitados transferidos por el Fideicomitente.

11.23 Fideicomiso Link MVD

El 23 de Abril de 2015 se constituyó el Fideicomiso de Administración Link MVD. El Fideicomiso tendrá por objeto recibir bienes y/o aportes que integrarán la Propiedad Fiduciaria y actuar con respecto a ellos en la forma y en las condiciones que se establecen en el contrato.

11.24 Fideicomiso de Garantía Cash I

El 1 de junio de 2015 se constituyó el Fideicomiso de Garantía Cash I. El mismo tiene como objeto garantizar las obligaciones del pago asumido, o a ser asumido, por el Fideicomitente frente al Beneficiario por un crédito otorgado por este último.

11.25 Fideicomiso Financiero CASASURU de Desarrollo de Viviendas de Interés Social I

El 2 de junio de 2015 se constituyó el Fideicomiso Financiero CASASURU de Desarrollo de Viviendas de Interés Social I. El Fideicomiso tendrá por objeto el desarrollo de proyectos de vivienda de interés social y su comercialización en los inmuebles aportados por los fideicomitentes.

11.26 Fideicomiso de Garantía Obligaciones Negociables Cutsa

El 31 de Agosto de 2015 se firmó el contrato del Fideicomiso de Garantía Obligaciones Negociables de Cutsa, el mismo tiene por objeto garantizar el fiel cumplimiento y pago puntual de los importes que por capital e intereses se adeudan bajo las Obligaciones Negociables, incluso en virtud de su exigibilidad anticipada.

11.27 Fideicomiso de Garantía Bloerix S.A. Y Abbott Laboratories P.R

El 16 de octubre de 2015, se constituye el presente fideicomiso en garantía de la Deuda Garantizada, sus reajustes e intereses así como toda otra suma que se adeude en el futuro por el Fideicomitente a cualquiera de las Acreedoras, sea como deudores principales, fiadores, codeudores solidarios o no, avalistas o por cualquier otro concepto, que hayan contraído o contraigan en el futuro.

11.28 Fideicomiso de Garantía Agrhold-CV LUXCO

El objeto del contrato del presente Fideicomiso es la constitución de la propiedad fiduciaria de los Bienes Fideicomitidos con el fin de asegurar y garantizar el fiel y puntual cumplimiento de las Obligaciones Garantizadas.

11.29 Fideicomiso de Garantía Obligaciones Negociables Asociación Española 1

El 19 de noviembre de 2015 se constituye el presente Fideicomiso de Garantía en el que el Fideicomitente transfiere en propiedad fiduciaria al Fiduciario, quien adquiere, libre de obligaciones y gravámenes, los créditos cedidos por los montos indicados en el contrato del Fideicomiso hasta la total cancelación de las Obligaciones Negociables y los Gastos del Fideicomiso.

11.30 Fideicomiso de Garantía Obligaciones Negociables Asociación Española 2

El 22 de diciembre de 2015 se constituye el presente Fideicomiso de Garantía en el que el Fideicomitente transfiere en propiedad fiduciaria al Fiduciario, quien adquiere, libre de obligaciones y gravámenes, los créditos cedidos por los montos indicados en el contrato del Fideicomiso hasta la total cancelación de las Obligaciones Negociables y los Gastos del Fideicomiso.

NOTA 12 – RIESGOS FINANCIEROS

Las actividades de la Sociedad la exponen a una variedad de riesgos financieros: riesgo de mercado, riesgo de crédito y riesgo de liquidez.

La administración del riesgo corresponde a los administradores de la Sociedad quienes formulan las políticas generales para la administración del riesgo.

12.1 Riesgo de mercado

Riesgo de tipo de cambio e Inflación

El riesgo de tipo de cambio surge de la exposición a la variación del mismo. La Sociedad se encuentra expuesta a la variación de la cotización del peso uruguayo respecto al dólar americano y a la Unidad Indexada. La posición en moneda distinta al peso uruguayo se muestra en la nota 5.

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.

Sensibilidad del peso uruguayo frente a un incremento y decremento del 20 % frente al dólar estadounidense (escenario 1 y 2 respectivamente):

	<u>31.03.2016</u>
Escenario 1	
Ganancia (en \$)	4.595.218
Escenario 2	
Pérdida (en \$)	(4.595.218)

Sensibilidad del peso uruguayo frente a un aumento del 7,93% del valor de la Unidad Indexada:

	<u>31.03.2016</u>
Pérdida (en \$)	(214.239)

Riesgo de tasa de interés

Las deudas financieras contraídas en unidades indexadas devengan intereses a tasa fija en unidades indexadas y se valúan a costo amortizado por lo que la exposición a dicho riesgo se encuentra acotada.

Las deudas financieras con el sector financiero sujetas a dicho riesgo al cierre del periodo ascienden a unidades indexadas 2.676.957 al 31 de marzo de 2016 y 31 de diciembre de 2015 (equivalentes a \$ 8.969.143 y \$ 8.680.300 respectivamente) siendo su tasa de interés de 2% anual en unidades indexadas.

Las deudas financieras contraídas en dólares devengan interés a una tasa del 5% efectiva anual, las deudas sujetas a dicho riesgo ascienden a U\$S 350.000 (equivalentes a \$ 11.109.700 al 31 de marzo de 2016).

12.2 Riesgo de crédito

No existen créditos que individualmente representen un importe significativo que puedan implicar una concentración del riesgo de incobrabilidad.

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.

12.3 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.

Las deudas financieras contraídas por la Sociedad tienen como objeto la constitución de los depósitos en garantía requeridos por la normativa del Banco Central del Uruguay (BCU), y cuya cancelación será realizada una vez que dicha garantía sea liberada por el organismo regulador. De esta manera no existe exposición al riesgo de liquidez por estos pasivos

Valor razonable

Los valores contables de activos y pasivos financieros se encuentran sustancialmente expresados en UI y en dólares, por lo cual el riesgo implícito es el riesgo de tipo de cambio explicado en la nota 11.1. El valor de la UI se obtiene de la página web del Instituto Nacional de Estadística (www.ine.gub.uy). En el caso de los bonos del tesoro, la cotización vigente se obtiene de la Bolsa de Valores de Montevideo (www.bvm.com.uy).

NOTA 13 -- HECHOS POSTERIORES

A la fecha de presentación de los presentes estados financieros no existen otros hechos que puedan afectar a la Sociedad en forma significativa.



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

Estados financieros intermedios
correspondientes al período de
seis meses finalizado el 30 de junio
de 2016 e informe de revisión
limitada independiente

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

Estados financieros intermedios correspondientes al período de seis meses finalizado el 30 de junio de 2016 e informe de revisión limitada independiente

Contenido

Informe de revisión limitada independiente sobre estados financieros intermedios

Estado de resultado integral intermedio

Estado de situación financiera intermedio

Estado de flujos de efectivo intermedio

Estado de cambios en el patrimonio neto intermedio

Notas a los estados financieros intermedios

Informe de revisión limitada independiente sobre estados financieros intermedios

Señores

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

Hemos realizado una revisión limitada del estado de situación financiera intermedio de EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A. al 30 de junio de 2016, de los correspondientes estados intermedios de utilidad integral, de flujos de efectivo y de cambios del patrimonio neto por el período de seis meses finalizado el 30 de junio de 2016, que se adjuntan. La Dirección de EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A. es responsable por las afirmaciones contenidas en los estados financieros intermedios y sus notas explicativas, de acuerdo con Normas Internacionales de Información Financiera aplicables a estados financieros intermedios (NIC 34). Nuestra responsabilidad consiste en emitir un informe sobre dichos estados financieros intermedios basado en nuestra revisión.

Alcance de la revisión limitada

Nuestra revisión limitada fue realizada de acuerdo con la Norma Internacional para Trabajos de Revisión Limitada 2410 (ISRE 2410), "Revisión de estados contables intermedios efectuada por el auditor independiente de la entidad" emitida por la Federación Internacional de Contadores (IFAC). Una revisión limitada de estados contables intermedios comprende fundamentalmente la realización de indagaciones al personal de la entidad, fundamentalmente aquellas personas responsables de los asuntos financieros y contables y la aplicación de procedimientos analíticos y otros procedimientos de revisión. Una revisión limitada tiene un alcance sustancialmente menor que una auditoría realizada de acuerdo a Normas Internacionales de Auditoría y, en consecuencia, no nos permite obtener seguridad de que detectaríamos todos los asuntos significativos que podrían ser identificados en una auditoría. En consecuencia, no expresamos una opinión de auditoría.

Conclusión

Basados en nuestra revisión, no hemos tomado conocimiento de ninguna situación que nos haga creer que los estados financieros intermedios referidos anteriormente no representan, en todos los aspectos importantes, la situación financiera de EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A. al 30 de junio de 2016 y los resultados de sus operaciones y los flujos de efectivo correspondientes al período de 6 meses finalizado en esa fecha, de acuerdo con Normas Internacionales de Contabilidad aplicables a estados financieros intermedios (NIC 34).

26 de agosto de 2016

Héctor Cuello
Director, Deloitte S.C.



\$ 140 PESOS URUGUAYOS
TIMBRE LEY 17.738
039750 29



\$ 10.00 PESOS URUGUAYOS
TIMBRE LEY 17.738
121304 01

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 225.400 profesionales de Deloitte se han comprometido a convertirse en estándar de excelencia.

**EF ASSET MANAGEMENT
ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A.**

**ESTADO DEL RESULTADO INTEGRAL INTERMEDIO
POR EL PERÍODO DE 6 MESES FINALIZADO EL 30 DE JUNIO DE 2016**
(expresado en pesos uruguayos)

	<u>Nota</u>	<u>30 de junio de 2016</u>	<u>30 de junio de 2015</u>
Ingresos operativos			
Ingresos por servicios prestados		14.378.397	9.779.993
		<u>14.378.397</u>	<u>9.779.993</u>
Gastos de administración y ventas			
Honorarios profesionales		(10.762.774)	(7.223.744)
Gastos de soporte técnico		(280.988)	-
Impuestos		(3.078)	(1.129)
Tasa de control regulatorio del sistema financiero		(39.431)	(35.239)
Otros gastos		(105.177)	(75.716)
		<u>(11.191.448)</u>	<u>(7.335.828)</u>
Resultado operativo		<u>3.186.949</u>	<u>2.444.165</u>
Resultados financieros			
Intereses ganados		306.604	191.442
Intereses perdidos		(362.521)	(284.606)
Resultado por tenencia		123.331	(28.994)
Gastos y comisiones bancarias		(25.370)	(23.592)
Diferencia de cambio		335.519	1.257.544
		<u>377.563</u>	<u>1.111.795</u>
Resultado del período antes de impuestos		<u>3.564.512</u>	<u>3.555.960</u>
Impuesto a la renta	13	(903.219)	(788.468)
Resultado del período		<u>2.661.293</u>	<u>2.767.492</u>
Otros resultados integrales		-	-
Resultado integral del período		<u>2.661.293</u>	<u>2.767.492</u>

Las notas que acompañan a estos estados financieros forman parte integrante de los mismos.

EF ASSET MANAGEMENT
ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A.

ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA INTERMEDIO
AL 30 DE JUNIO DE 2016

(expresado en pesos uruguayos)

	<u>Nota</u>	<u>30 de junio de 2016</u>	<u>31 de diciembre de 2015</u>
Activo			
Activo corriente			
Disponible	4	2.055.884	2.174.504
Inversiones temporarias			
Letras de regulación monetaria	5	1.497.413	-
Intereses a cobrar		74.526	-
Otros activos financieros			
Depósito en garantía en BCU	7	5.249.201	3.553.223
Intereses a cobrar		201.460	197.058
Créditos comerciales		4.982.796	2.810.110
Otras cuentas a cobrar			
Créditos fiscales		804.784	-
Pagos por cuenta de terceros		30.563	156.861
Otros créditos diversos		2.587	-
Total del activo corriente		14.899.214	8.891.756
Activo no corriente			
Otros activos financieros			
Depósito en garantía en BCU	7	51.589.465	51.121.731
Total del activo no corriente		51.589.465	51.121.731
Total del activo		66.488.679	60.013.487
Pasivo			
Pasivo corriente			
Acreedores comerciales	9	2.747.103	691.112
Deudas financieras			
Préstamos	8	5.249.201	3.553.223
Intereses a pagar		144.122	348.087
Otras cuentas por pagar			
Acreedores fiscales		787.857	568.138
Total del pasivo corriente		8.928.283	5.160.560
Pasivo no corriente			
Deudas financieras			
Préstamos	8 y 9	32.115.389	32.069.213
Total del pasivo no corriente		32.115.389	32.069.213
Total del pasivo		41.043.672	37.229.773
Patrimonio			
Capital integrado		7.893.301	7.893.301
Ajustes al patrimonio		2.343.263	2.343.263
Reservas		627.359	372.350
Resultados acumulados		14.581.084	12.174.800
Total del patrimonio	10	25.445.007	22.783.714
Total del pasivo y patrimonio		66.488.679	60.013.487

Las notas que acompañan a estos estados financieros forman parte integrante de los mismos.

**EF ASSET MANAGEMENT
ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A.**

**ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO INTERMEDIO
POR EL PERÍODO DE 6 MESES FINALIZADO EL 30 DE JUNIO DE 2016
(expresado en pesos uruguayos)**

	<u>30 de junio de 2016</u>	<u>30 de junio de 2015</u>
Flujo de efectivo relacionado con actividades operativas		
Resultado del período antes de impuesto a la renta	3.564.512	3.555.960
Ajustes:		
Resultados ganados devengados y no percibidos	(2.472.199)	(1.267.262)
Resultados perdidos devengados y no pagados	2.121.651	183.685
Resultado de operaciones antes de cambios en rubros operativos	3.213.964	2.472.383
Cambios en rubros operativos		
Créditos comerciales	(2.172.686)	3.547.068
Otras cuentas a cobrar	551.857	(356.936)
Acreedores comerciales	2.055.991	(2.349.627)
Otras cuentas por pagar	(683.502)	(159.348)
Efectivo proveniente de actividades operativas antes del pago de IRAE	2.965.624	3.153.540
Pago de impuesto a la renta (IRAE)	(1.232.930)	(645.457)
Efectivo proveniente de actividades operativas	1.732.694	2.508.083
Flujo de efectivo relacionado con actividades de inversión		
Constitución de depósito en garantía en BCU	-	(2.182.386)
Adquisición de Letras de regulación monetaria	(1.497.412)	-
Cobro de intereses Bonos del tesoro	229.559	181.722
Efectivo aplicado a actividades de inversión	(1.267.853)	(2.000.664)
Flujo de efectivo relacionado con actividades de financiamiento		
Préstamos de terceros en UI	-	2.182.387
Cancelación de préstamos	-	(2.416.410)
Pago de intereses	(583.461)	(129.915)
Efectivo aplicado a actividades de financiamiento	(583.461)	(363.938)
(Disminución) / Aumento del flujo neto de efectivo	(118.620)	143.481
Saldo inicial de efectivo y equivalentes al afectivo (Nota 3.4)	2.174.504	668.770
Saldo final de efectivo y equivalentes al afectivo (Nota 3.4)	2.055.884	812.251

Las notas que acompañan a estos estados financieros forman parte integrante de los mismos.

EF ASSET MANAGEMENT
ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A.

ESTADO DE CAMBIOS EN EL PATRIMONIO NETO INTERMEDIO
POR EL PERÍODO DE 6 MESES FINALIZADO EL 30 DE JUNIO DE 2016
(expresado en pesos uruguayos)

	Nota	30 de junio de 2016				30 de junio de 2015
		Capital integrado	Ajustes al patrimonio	Reservas	Resultados acumulados	Total patrimonio neto
Saldos al inicio del período		7.893.301	2.343.263	372.350	12.174.800	22.783.714
Creación Reserva legal	10	-	-	255.009	(255.009)	-
Resultado integral del período		-	-	-	2.661.293	2.661.293
Saldos al final del período		7.893.301	2.343.263	627.359	14.581.084	25.445.007
						22.783.714

Las notas que acompañan a estos estados financieros forman parte integrante de los mismos.

**EF ASSET MANAGEMENT
ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSION S.A.**

NOTAS A LOS ESTADOS FINANCIEROS INTERMEDIOS AL 30 DE JUNIO DE 2016
(Cifras expresadas en pesos uruguayos)

NOTA 1 - INFORMACIÓN BÁSICA SOBRE LA EMPRESA

EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A. es una sociedad anónima cerrada, que tiene por objeto la administración de fondos de inversión y fideicomisos de cualquier naturaleza.

El 20 de agosto de 2003, el Banco Central del Uruguay (BCU) autorizó a la Sociedad a funcionar en el marco de la Ley de Fondos de Inversión N° 16.774 del 27 de setiembre de 1996 y su modificación posterior según Ley N° 17.202 de fecha 24 de setiembre de 1999.

El 9 de julio de 2004, el BCU autorizó a la Sociedad a actuar como Fiduciario Financiero en el marco de la Ley 17.703 de fecha 27 de octubre de 2003. Asimismo, en dicha fecha, la Sociedad fue inscrita en el Registro de Mercado de Valores del BCU como Fiduciario Financiero.

El 23 de mayo de 2005, el BCU autorizó a la Sociedad a actuar como Fiduciario Profesional en el marco de la Ley 17.703. Asimismo, en la mencionada fecha, la Sociedad fue inscrita en el Registro de Fiduciarios Profesionales, Sección Fiduciarios Generales.

NOTA 2 – ESTADOS FINANCIEROS INTERMEDIOS

Los presentes estados financieros intermedios han sido autorizados para su emisión por parte de EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A. el 26 de agosto de 2016.

NOTA 3 – BASES DE PREPARACIÓN DE LOS ESTADOS FINANCIEROS

3.1 Normas contables aplicadas

El Decreto 124/2011 emitido por el Poder Ejecutivo el 1° de abril de 2011, establece como normas contables adecuadas de aplicación obligatoria para emisores de valores de oferta pública por los ejercicios iniciados a partir del 1° de enero de 2012, las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) adoptadas por el Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad (International Accounting Standard Board – IASB), traducidas al idioma español.

La presente información financiera intermedia fue preparada de acuerdo a los lineamientos previstos en la NIC 34 (Información financiera intermedia).

A continuación se presentan las principales políticas contables aplicadas:

Durante el presente período entró en vigencia la aplicación de las siguientes nuevas normas y/o normas revisadas emitidas por el IASB:

- Modificaciones a NIC 19 – Planes de beneficios definidos: contribuciones al empleado
- Modificación a NIIF – Mejoramientos anuales a las NIIF ciclo 2010-2012
- Modificación a NIIF – Mejoramientos anuales a las NIIF ciclo 2011-2013

Estas modificaciones no tuvieron impacto en los estados financieros de la Sociedad dada su operativa.

Por otro lado a la fecha de aprobación de los presentes estados financieros, las normas e interpretaciones emitidas por el IASB que aún no han entrado en vigencia son las siguientes:

- NIIF 9 – Instrumentos financieros
- NIIF 15 – Ingresos procedentes de contratos con clientes.
- Modificación a NIIF 11- Contabilización de adquisiciones de participación de negocios conjuntos.
- Modificaciones a NIC 1 – Revelaciones iniciales
- Modificaciones a NIC 16 y NIC 38 – Aclaración de los métodos aceptables de depreciación y amortización
- Modificaciones a NIC 16 y NIC 41 – Agricultura, activo biológicos para producir frutos
- Modificaciones a NIC 27- Estados financieros consolidados y separados.
- Modificaciones a Negocios conjuntos a NIIF 10 y NIC 28 – Venta o aportación de activos entre un inversor y su asociado NIIF10, NIIF 12 y NIC 28 – Entidades de inversión: aplicación de la exención a la consolidación
- Modificación a NIIF – Mejoramientos anuales a las NIIF ciclo 2012-2014

La Dirección de la Sociedad no espera que la aplicación de estas modificaciones genere un impacto significativo en los estados financieros.

Las políticas contables significativas que han sido adoptadas para la elaboración de estos estados financieros son las siguientes:

3.2 Moneda funcional y moneda de presentación de los estados financieros

Los estados financieros de la Sociedad se preparan y se presentan en pesos uruguayos, siendo esta a su vez la moneda funcional, en la medida que es la que mejor refleja la sustancia económica de los hechos y circunstancias relevantes para la misma.

Los estados financieros que surgen de los libros de la Sociedad han sido preparados sobre la base de costos históricos.

El Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad (IASB) establece en la NIC 21 que la moneda funcional debe proporcionar información sobre la Sociedad que sea útil y refleje la sustancia económica de los eventos y circunstancias relevantes para la misma. Si una determinada moneda es utilizada en forma extendida por la Sociedad o tiene un impacto importante sobre esta, puede ser la apropiada como moneda funcional. Una determinada moneda puede ser considerada como la moneda funcional según la norma cuando:

- Las compras son financiadas principalmente en esa moneda,
- Las cobranzas de los créditos comerciales son realizadas en esa moneda,
- Los precios por los bienes o servicios vendidos están denominados en esa moneda,
- Los costos, salarios y otros costos están denominados en esa moneda.

Es en este sentido que la Dirección de la Sociedad ha adoptado como moneda funcional el peso uruguayo, en la medida que esta moneda cumple con los parámetros referidos, siendo además la moneda en la que son escriturados sus registros contables conforme lo establecen las normas legales vigentes.

3.3 Concepto de capital utilizado

El concepto de capital utilizado por la empresa para la determinación de los resultados es el de capital financiero.

El resultado se ha determinado sobre la variación que ha tenido durante el período, el capital considerado exclusivamente como inversión en dinero.

3.4 Estado de flujos de efectivo

Para la preparación del estado de flujos de efectivo por los períodos de 6 meses finalizados al 30 de junio de 2016 y al 30 de junio de 2015 se utilizó el concepto de fondos igual a efectivo y equivalentes al efectivo (inversiones con vencimiento menor a tres meses desde la fecha de adquisición).

A continuación se detallan los saldos de efectivo y equivalentes al efectivo en los mencionados períodos comparativos:

	<u>30 de junio 2016</u>	<u>30 de junio 2015</u>
Caja \$	95.603	-
Banco \$	417.524	337.297
Banco US\$	1.542.757	474.954
Total	<u>2.055.884</u>	<u>812.251</u>

3.5 Criterios de valuación y exposición

Los principales criterios de valuación y exposición utilizados para la preparación de los estados financieros fueron los siguientes:

a) Activos y pasivos en moneda diferente a la funcional

Los activos y pasivos en dólares estadounidenses se han convertido a pesos uruguayos utilizando el tipo de cambio interbancario comprador vigente al 30 de junio de 2016 (1 US\$ = \$ 30,617) y al 31 de diciembre de 2015 (1 US\$ = \$ 29,948).

Los activos y pasivos en unidades indexadas (UI) se han convertido a pesos uruguayos utilizando el valor de la unidad indexada al 30 de junio de 2016 (1 UI = \$ 3,4371) y al 31 de diciembre de 2015 (1 UI = \$ 3,2426).

Las diferencias de cambio generadas en el período se exponen dentro del capítulo resultados financieros en el rubro diferencia de cambio.

b) Disponible

El efectivo y equivalentes al efectivo incluye los saldos de caja y bancos. Asimismo, el disponible se presenta a su valor nominal el cual no difiere de su valor razonable.

c) Inversiones temporarias

Corresponden a letras de regulación monetaria y se presentan a su valor efectivo.

d) Otros activos financieros

Los depósitos afectados en garantía se presentan al importe efectivamente depositado, netos de rescates y a las cotizaciones de cierre.

Los Bonos del tesoro se presentan como parte de la garantía en el BCU. Los mismos son valuados a su cotización sin cupón al cierre del período. Asimismo, se exponen como activos financieros los intereses devengados a cobrar asociados a los Bonos del tesoro.

e) Créditos comerciales y otras cuentas a cobrar

Estos activos financieros son reconocidos inicialmente al precio de la transacción más, en el caso de instrumentos que no estén al valor razonable con cambios en resultados, los costos directamente atribuibles a la transacción. Posteriormente al reconocimiento inicial, estos instrumentos financieros son valuados al costo amortizado utilizando el método del interés efectivo. Las ventas se realizan en condiciones de crédito normales, y los importes de las cuentas a cobrar no generan intereses.

Al final de cada período sobre el que se informa, los importes en libros de los deudores comerciales y otras cuentas a cobrar se revisan para determinar si existe alguna evidencia objetiva de que no vayan a ser recuperables. Si es así, se reconoce inmediatamente en resultados una pérdida por deterioro de valor.

f) Acreedores comerciales y otras cuentas por pagar

Los acreedores comerciales y otras cuentas por pagar son reconocidos cuando la Sociedad tiene una obligación presente como resultado de un evento pasado y es probable que se requiera a la Sociedad que cancele dicha obligación. Las provisiones son expresadas a la mejor estimación realizada por la gerencia sobre el desembolso en el que incurrirá para cancelar dicha obligación a la fecha de balance, descontado el valor presente cuando el efecto es significativo.

g) Deudas financieras

Se presentan al costo amortizado.

h) Presentación de cuentas del patrimonio y resultados

Las cuentas de patrimonio se presentan sobre las siguientes bases:

- El capital integrado se presenta a su valor nominal.
- La reserva legal se presenta a su valor nominal.
- Los resultados acumulados incluyen los resultados no distribuidos al cierre de cada período.

Se aplicó el principio de lo devengado para el reconocimiento de ingresos e imputación de los egresos o costos incurridos.

3.6 Uso de estimaciones

La preparación de los estados financieros a una fecha determinada requiere que la Dirección de la Sociedad realice estimaciones, evaluaciones y supuestos en el proceso de aplicación de las políticas y normas contables 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.

Si bien las estimaciones realizadas por la Dirección de la Sociedad se han determinado a partir de la mejor información disponible a la fecha de emisión de los presentes estados financieros, es posible que hechos que puedan tener lugar en el futuro obliguen a su modificación en los próximos ejercicios. El efecto en los estados financieros que, eventualmente, se derivasen de los ajustes a efectuar en próximos ejercicios es reconocido en el ejercicio en que la estimación es modificada y en los ejercicios futuros afectados, es decir en forma prospectiva.

3.7 Efecto de los cambios en los criterios contables

Los criterios aplicados en la valuación de activos y pasivos, así como también en la determinación del resultado del período de 6 meses finalizado el 30 de junio de 2016, son similares con los criterios aplicados en el ejercicio finalizado al 31 de diciembre de 2015.

NOTA 4 – DISPONIBLE

Se incluye en este rubro el saldo bancario de las cuentas corrientes en dólares estadounidenses y pesos uruguayos en el Scotiabank Uruguay S.A. y BCU, y la caja, conforme al siguiente detalle:

	<u>30 de junio 2016</u>	<u>31 de diciembre 2015</u>
Caja \$	95.603	631.860
Banco US\$	14.054.812	4.662.826
Fondo de terceros US\$ (*)	(12.512.055)	(4.271.726)
Banco \$	484.767	919.195
Fondo de terceros \$ (*)	(97.062)	(17.829)
BCU \$	29.819	28.488
BCU US\$	-	221.690
Total	<u>2.055.884</u>	<u>2.174.504</u>

(*) Corresponde al importe en efectivo en las cuentas bancarias de EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A. que es propiedad de determinados fideicomisos administrados por la Sociedad.

NOTA 5 – INVERSIONES TEMPORARIAS

Corresponde a la adquisición en el presente período de una Letra de regulación monetaria en pesos uruguayos cuyo valor nominal es de \$ 1.670.000 con una tasa del 13,80% anual. El saldo al 30 de junio de 2016 incluye el valor efectivo de la letra y los intereses devengados al final del período sobre el que se informa.

NOTA 6 – ACTIVOS Y PASIVOS EN MONEDA DISTINTA AL PESO URUGUAYO

Al 30 de junio de 2016 y al 31 de diciembre de 2015 se incluyen los siguientes saldos en moneda distinta al peso uruguayo:

	30 de junio 2016		31 de diciembre 2015	
	US\$	Equivalente en \$	US\$	Equivalente en \$
ACTIVO				
Corriente				
Disponible	50.389	1.542.757	20.462	612.790
Intereses a cobrar	6.580	201.460	6.580	197.058
Créditos comerciales	47.008	1.439.230	68.138	2.040.586
Pagos por cuenta de terceros	86	2.587	3.206	96.013
No Corriente				
Depósito en garantía en BCU	1.010.021	30.923.803	1.006.031	30.128.607
Total	1.114.084	34.109.837	1.104.417	33.075.054
	30 de junio 2016		31 de diciembre 2015	
	US\$	Equivalente en \$	US\$	Equivalente en \$
PASIVO				
Corriente				
Acreedores comerciales	16.754	512.957	2.568	76.906
Intereses a pagar	4.363	133.583	3.404	101.946
No Corriente				
Préstamos	350.000	10.715.950	350.000	10.481.800
Total	371.117	11.362.490	355.972	10.660.652
Posición neta	742.967	22.747.347	748.445	22.414.402

	30 de junio 2016		31 de diciembre 2015	
	UI	Equivalente en \$	UI	Equivalente en \$
ACTIVO				
Corriente				
Depósito en garantía en BCU	1.023.544	3.518.023	1.023.544	3.318.944
No Corriente				
Depósito en garantía en BCU	6.012.528	20.665.661	6.012.528	19.496.224
Total	7.036.072	24.183.684	7.036.072	22.815.168
PASIVO				
Corriente				
Préstamos	1.023.544	3.518.023	1.023.544	3.318.944
Intereses a pagar	3.066	10.539	75.908	246.141
No Corriente				
Préstamos	6.729.690	23.130.617	6.729.690	21.821.692
Total	7.756.300	26.659.179	7.829.142	25.386.777
Posición neta	(720.228)	(2.475.495)	(793.070)	(2.571.609)

NOTA 7 – ACTIVOS DE DISPONIBILIDAD RESTRINGIDA

7.1 Depósitos en garantía en BCU

Los depósitos en garantía corresponden a la prenda constituida a favor del BCU en cumplimiento de la normativa vigente (Artículo 104 de la Recopilación de Normas del Mercado de Valores, RNMV). La garantía deberá mantenerse en todo momento y estará integrada por una garantía inicial de UI 2.500.000 (unidades indexadas dos millones quinientos mil) la que podrá constituirse en efectivo o en valores públicos nacionales, depositados en el Banco Central del Uruguay y por una garantía adicional a constituirse en forma previa a cada emisión del 0,5% del valor nominal de los valores emitidos.

El saldo al 30 de junio de 2016 se compone por:

- Depósito en efectivo por UI 7.036.072 equivalentes a \$ 24.183.684.
- Depósito en efectivo por US\$ 765.581 equivalentes a \$ 23.439.785.
- Bono del tesoro uruguayo valor contable \$ 7.484.019.
- Depósito en efectivo por \$ 1.731.178.

El saldo al 31 de diciembre de 2015 se compone por:

- Depósito en efectivo por UI 7.036.072 equivalentes a \$ 22.815.164.
- Depósito en efectivo por US\$ 765.581 equivalentes a \$ 22.927.615.
- Bono del tesoro uruguayo valor contable \$ 7.200.997.
- Depósito en efectivo por \$ 1.731.178.

El monto en garantía en el BCU puede ser liberado en función de las cancelaciones parciales futuras de los fideicomisos financieros administrados.

La valuación de los valores afectados en garantía se expone en la Nota 7.3.

7.2 Movimientos

El 18 de junio de 2015 se realizó el depósito correspondiente a la garantía del Fideicomiso Financiero CasasUru por un monto total de UI 702.500 en cumplimiento del Artículo 104 (Circular N° 2216 del BCU).

El 19 de agosto de 2015 se aumentó el depósito en garantía correspondiente al Fideicomiso Financiero Bosques del Uruguay 2 por UI 329.658.

El 21 de octubre de 2015 se efectivizó una transferencia de US\$ 350.000 desde la cuenta en unidades indexadas a la cuenta en dólares estadounidenses.

Finalmente, el 13 de noviembre de 2015 con motivo de la emisión de la circular N° 2232 por parte del BCU (Artículo 104 de la RNMV), la entidad modificó la composición de los montos prendados en garantía. En este sentido, se transfirieron \$ 1.731.178 y US\$ 415.581 a las cuentas correspondientes en dichas monedas, desde la cuenta en unidades indexadas.

7.3 Valuación de valores afectados en garantía

La valuación al 30 de junio de 2016 es la siguiente:

	Valor nominal	Precio	Tasa anual	Vencimiento	Valor en US\$	Valor en UI	Valor en \$	Valor razonable equivalente en \$
Depósito en efectivo					765.581	7.036.072	1.731.178	49.354.646
Bonos del tesoro	210.000	116,4	7,05%	21/07/2019	244.440	-	-	7.484.019
Total					1.010.021	7.036.072	1.731.178	56.838.666

La valuación al 31 de diciembre de 2015 es la siguiente:

	Valor nominal	Precio	Tasa anual	Vencimiento	Valor en US\$	Valor en UI	Valor en \$	Valor razonable equivalente en \$
Depósito en efectivo					765.581	7.036.072	1.731.178	47.473.957
Bonos del tesoro	210.000	114,5	7,05%	21/07/2019	240.450	-	-	7.200.997
Total					1.006.031	7.036.072	1.731.178	54.674.954

NOTA 8 – DEUDAS FINANCIERAS

El detalle de deudas financieras al 30 de junio de 2016 y al 31 de diciembre de 2015 es el siguiente:

	30 de junio 2016			31 diciembre 2015		
	UI	US\$	Equivalente en \$	UI	US\$	Equivalente en \$
Corriente						
Préstamos de terceros (1)	1.527.218	-	5.249.201	1.095.794	-	3.553.223
	1.527.218	-	5.249.201	1.095.794	-	3.553.223
No Corriente						
Scotiabank Uruguay SA (2)	2.676.957	-	9.200.968	2.676.957	-	8.680.300
Préstamos de terceros (1)	3.549.059	350.000	22.914.421	3.980.483	350.000	23.388.913
	6.226.016	350.000	32.115.389	6.657.440	350.000	32.069.213
Total	7.753.234	350.000	37.364.590	7.753.234	350.000	35.622.436

- (1) Están relacionados al financiamiento recibido a efectos de constituir los depósitos en garantía requeridos por la normativa vigente. Corresponden a préstamos sin intereses ni vencimiento, y los mismos serán cancelados a medida que los depósitos afectados en garantía sean liberados por el BCU.
- (2) Corresponde a dos préstamos por UI 2.000.000 y UI 1.050.000 pactados con intereses a una tasa efectiva anual del 2% pagaderos en forma semestral, determinados 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 7) sean liberados por el BCU.

El manejo de la liquidez se realiza a partir de la correlación entre los depósitos afectados en garantía (Nota 7) y los pasivos financieros correspondientes.

NOTA 9 – SALDOS Y TRANSACCIONES CON PARTES RELACIONADAS

9.1 Saldos y transacciones con personal clave

El personal clave de la dirección y personal superior de la Sociedad no percibió remuneraciones durante los períodos finalizados al 30 de junio de 2016 y al 31 de diciembre de 2015.

Asimismo, no existen saldos con directores y personal superior al 30 de junio de 2016 ni al 31 de diciembre de 2015.

9.2 Saldos con partes relacionadas

Los saldos con las partes vinculadas al 30 de junio de 2016 y al 31 de diciembre de 2015 son los siguientes:

Saldos con Ferrere	30 de junio 2016		31 diciembre 2015	
	US\$	Equivalente en \$	US\$	Equivalente en \$
Acreeedores comerciales US\$	5.164	158.106	2.568	76.906
Acreeedores comerciales \$	-	346.001	-	371.279
Total	5.164	504.107	2.568	448.185

SalDOS con Ferrere	30 de junio 2016		31 diciembre 2015	
	UI	Equivalente en \$	UI	Equivalente en \$
Préstamos	848.214	2.915.397	848.214	2.750.419
Total	848.214	2.915.397	848.214	2.750.419

9.3 Transacciones con partes relacionadas

Las transacciones con las partes vinculadas al 30 de junio de 2016 y al 30 de junio de 2015 son los siguientes:

Transacciones con CPA	30 de junio 2016		30 de junio 2015	
	US\$	\$	US\$	\$
Honorarios profesionales	295.531	9.330.890	277.482	7.162.946
Total	295.531	9.330.890	277.482	7.162.946

Transacciones con Ferrere	30 de junio 2016		30 de junio 2015	
	US\$	\$	US\$	\$
Pago de préstamo	-	-	789.754	2.416.410
Total	-	-	789.754	2.416.410

NOTA 10 – PATRIMONIO

Capital integrado

Al 30 de junio de 2016 y al 31 de diciembre de 2015 el capital integrado asciende a \$ 7.893.301 representado por 788 acciones nominativas de valor nominal \$ 10.000 cada una, y 2 certificados provisorios nominativos por \$ 6.650,50 cada uno.

Reserva legal

Según lo establecido en el Artículo 93 de la Ley 16.060, de Sociedades Comerciales, las mismas deberán destinar, previa absorción de las pérdidas acumuladas, no menos del 5% de las utilidades netas que arroje el resultado del ejercicio para la formación de la reserva legal hasta alcanzar el 20% del capital integrado.

Con fecha 28 de abril de 2015, se resolvió en asamblea general ordinaria de accionistas aprobar el resultado del ejercicio económico finalizado al 31 de diciembre de 2014, y destinar la suma de \$ 179.348 a la formación de la reserva legal.

Con fecha 29 de abril de 2016, se resolvió en asamblea general ordinaria de accionistas aprobar el resultado del ejercicio económico finalizado al 31 de diciembre de 2015, y destinar la suma de \$ 255.009 a la formación de la reserva legal.

NOTA 11 – FIDEICOMISOS Y FONDOS DE INVERSIÓN ADMINISTRADOS

Se detallan a continuación los valores en circulación de los fideicomisos financieros y fondos de inversión administrados al 30 de junio de 2016:

	<u>US\$</u>	<u>UI</u>	<u>\$</u>
Fideicomiso Financiero CFP	2.250.000		-
Fideicomiso Financiero Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo II	2.690.408	184.600.184	-
Fideicomiso Financiero Velum Overseas I	1.061.726	-	-
Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay	50.000.000	-	-
Fideicomiso Financiero Pronto! 2		3.509.837	-
Fideicomiso Financiero de Inversiones y Rentas Inmobiliarias	69.090.411	-	-
Fideicomiso Financiero Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Suburbano de Pasajeros	-	76.402.569	-
Fideicomiso Financiero Pronto! 3	-	-	1.128.987
Fideicomiso Financiero Pronto! 4	-	-	89.684.795
Fideicomiso Financiero Grinor Ciudad de la Costa		231.482.516	
Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay 2	60.400.000		
Fideicomiso Financiero CASASURU de Desarrollo de Viviendas de Interés Social I		140.500.000	
Fondo Valores Fondo de Inversión	-	-	2.954.611
Total	<u>185.492.545</u>	<u>636.495.106</u>	<u>93.768.393</u>

A continuación se expone un resumen de los fideicomisos y fondos de inversión administrados al 30 de junio de 2016:

11.1 Fideicomiso de Administración - Marstar Invest

Con fecha 22 de diciembre de 2005 EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A. firmó el contrato de Fideicomiso de Administración con Marstar Invest S.A. en su calidad de Fiduciario del mismo, culminándose la inscripción ante el Registro Nacional de Actos Personales el 5 de enero de 2006.

El objetivo del fideicomiso es que el Fiduciario se haga cargo de la administración del Crédito que existe entre las partes involucradas hasta su total cancelación.

Con fecha 30 de octubre de 2012 se procedió a modificar el cronograma de acuerdo a las cláusulas establecidas en el contrato.

11.2 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 Administradora de Fondos de Inversión S.A. actúa como fiduciario del mismo.

El presente Fideicomiso tiene por finalidad encomendar al Fiduciario administrar el paquete accionario de una sociedad.

11.3 Fideicomiso Financiero CFP

Con fecha 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 US\$ 28.500.000 de la siguiente manera: US\$ 6.000.000 que fueron abonados el 27 de junio de 2007, y el saldo en 10 cuotas anuales, iguales y consecutivas de US\$ 2.250.000 cada una, venciendo la primer cuota a los 365 días de realizado el primer pago, 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 mantenido con el Estado correspondiente a las 10 cuotas anuales de US\$ 2.250.000. El objetivo de liquidez se logró mediante la emisión de títulos de deuda de oferta pública por parte del Fiduciario garantizado con el bien fideicomitado por el Fideicomitente.

Finalmente, el 1 de noviembre de 2007 se realizó la emisión de títulos de deuda por un valor nominal de US\$ 22.500.000.

11.4 Fideicomiso Financiero Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo II

Mediante contrato celebrado el 6 de julio de 2010 modificado el 20 de setiembre del mismo año, se constituyó el Fideicomiso Financiero Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo II.

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 los mencionados 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 para ser colocados en el mercado.

Dichos títulos devengarán un interés sobre saldos del 5,5% lineal anual, en unidades indexadas pagaderos mensualmente.

El fideicomiso se extinguirá cuando se hayan cancelado la totalidad de las obligaciones asumidas por la emisión de títulos de deuda, con un plazo máximo de 10 años.

11.5 Fideicomiso Financiero Velum Overseas I

Mediante contrato celebrado el 29 de diciembre de 2010 se constituyó el Fideicomiso Financiero Velum Overseas I. A través del citado contrato se aportaron US\$ 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 emitió Certificados de Participación de oferta privada, no pudiéndose en ningún caso ofrecer los mismos en forma pública.

11.6 Fideicomiso de Administración PJD 1

Con fecha 22 de noviembre de 2009 se firmó el contrato de Fideicomiso de Administración PJD1.

El mencionado fideicomiso tiene por finalidad encomendar al Fiduciario la administración de los bienes fideicomitados que existe entre las partes involucradas hasta su total cancelación.

11.7 Fideicomiso de Administración PJD 2

Con fecha 16 de noviembre de 2009 se firmó el contrato de Fideicomiso de Administración PJD2, culminando la inscripción ante el Registro Nacional de Actos Personales el 7 de enero de 2010.

El mencionado fideicomiso tiene por finalidad encomendar al Fiduciario la administración de los bienes fideicomitados que existe entre las partes involucradas hasta su total cancelación.

11.8 Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay

Con fecha 6 de mayo de 2011 se celebró el contrato entre EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A. (EFAM) 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 Fideicomiso se integra 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 de afectación.

El Plan de Negocios establece el marco dentro del cual se desarrollará la estrategia del Fideicomiso para cumplir con su fin, y específicamente indica los requisitos generales que han de reunir los inmuebles a efectos de que el Fideicomiso pueda realizar dichas inversiones.

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

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

El patrimonio del Fideicomiso estará constituido por los activos y por todos los derechos económicos presentes y futuros que generen los mismos. Quedará afectado única y exclusivamente a los fines que se destina y sólo podrán ejercitarse respecto a él, los derechos y acciones que se refieran a dichos bienes.

Con fecha 5 de agosto de 2011, EFAM emitió por cuenta del Fideicomiso Certificados de Participación escriturales, por un valor nominal de US\$ 50.000.000.

Los Certificados de Participación darán a los Titulares derechos de participación sobre el resultado del Fideicomiso de acuerdo a los términos y condiciones establecidas.

Finalmente, el Fideicomiso se mantendrá vigente por un plazo máximo de 30 años, o hasta el momento que se liquiden todos los activos y obligaciones del Fideicomiso.

11.9 Fideicomiso Financiero Pronto! 2

Con fecha 22 de julio de 2011 se celebró un contrato de 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 Valores de oferta pública y privada por parte del Fiduciario garantizado con los Bienes Fideicomitados.

El fideicomiso se integrará de créditos libres de obligaciones y gravámenes, identificados en el contrato de fideicomiso.

11.10 Fideicomiso Financiero de Inversiones y Rentas Inmobiliarias

Con fecha 6 de junio de 2011 se celebró un contrato de Fideicomiso y se constituyó el Fideicomiso Financiero de Inversiones y Rentas Inmobiliarias.

El 5 de agosto de 2011 el BCU autorizó la inscripción del Fideicomiso en el Registro del Mercado de Valores (Comunicación N° 2011/132).

Con fecha 16 de mayo de 2012 se realizó la emisión de los títulos mixtos que integran el fideicomiso.

Con los fondos que el Fiduciario obtuvo por la colocación de los Valores, el Fideicomiso invertirá en derechos reales y/o personales que otorguen al Fideicomiso la disposición efectiva y explotación de inmuebles o instalaciones situados en todo el territorio de la República Oriental del Uruguay.

Los inmuebles serán seleccionados por el Administrador de acuerdo con las pautas establecidas en el Plan General de Inversión y con la 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.

11.11 Fideicomiso Ganadero Banco Itaú

El 4 de setiembre de 2012 se celebró el contrato de Fideicomiso de Garantía Ganadero Banco Itaú. El Banco podrá otorgar a cada una de las personas que se adhieran al presente Fideicomiso (fideicomitentes) un crédito, ya sea bajo la forma de préstamo u otro mecanismo legalmente permitido.

En garantía del repago del crédito acordado con el Banco, cada Fideicomitente aportará al fideicomiso determinada cantidad de ganado bovino.

Los Bienes Fideicomitados por cada Fideicomitente aseguran y asegurarán el fiel cumplimiento y pago puntual de todos los importes que adeude al Banco el respectivo Fideicomitente bajo su crédito.

11.12 Fideicomiso Financiero Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Suburbano de Pasajeros

Mediante contrato celebrado el 6 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 para ser colocados en el mercado.

Dichos títulos devengarán un interés sobre saldos del 3,5% lineal anual, en unidades indexadas pagaderos mensualmente.

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.

11.13 Fideicomiso de Garantía Aval Ganadero

Con fecha 13 de junio de 2013 se celebró el contrato de Fideicomiso de Garantía Aval Ganadero, mediante el cual el HSBC Bank (Uruguay) S.A. 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 negociados y acordados entre el banco y el productor.

En garantía del repago del crédito acordado con el Banco, cada Fideicomitente aportará al fideicomiso determinada cantidad de ganado.

Los Bienes Fideicomitados por cada Fideicomitente aseguran y asegurarán el fiel cumplimiento y pago puntual de todos los importes que adeude al banco el respectivo Fideicomitente bajo su crédito.

11.14 Fideicomiso de Garantía Pesquerías Belnova

Con fecha 10 de octubre de 2013 se celebró el contrato de Fideicomiso de Garantía Pesquerías Belnova, a los efectos de garantizar por parte de Pesquerías Belnova el pago de las sumas adeudadas a Banco Santander, BBVA y Lloyd's TSB Bank, mediante la conformación de un patrimonio fideicomitado integrado por créditos que el fideicomitente tendrá derecho a cobrar en el futuro.

11.15 Fideicomiso de Garantía CII – ERCSA

Mediante contrato celebrado el 4 de noviembre de 2013, se constituyó el Fideicomiso de Garantía CII - ERCSA.

Dicho fideicomiso se constituyó sobre títulos de deuda pública soberana de propiedad de ERCSA a los efectos de garantizar las obligaciones de ERCSA con CII, en virtud de una línea de crédito de US\$ 5.000.000.

11.16 Fideicomiso Financiero Pronto! 3

Con fecha 27 de enero de 2014 se emitieron los valores correspondientes al contrato de Fideicomiso firmado con Kedal S.A. el 21 de agosto de 2013.

En el mismo se constituye un Fideicomiso denominado "Fideicomiso Financiero Pronto! 3", en virtud del cual Kedal S.A. ("Fideicomitente") transfiere al patrimonio del Fideicomiso Créditos para la emisión de Valores.

La finalidad del Fideicomiso es dotar de liquidez al Fideicomitente a través de la securitización de los Créditos cedidos al Fideicomiso. Tal objetivo se logra mediante la emisión de los Valores de oferta pública y privada por parte del Fiduciario garantizado con los Bienes Fideicomitados.

El fideicomiso se integrará de créditos libres de obligaciones y gravámenes, identificados en el contrato de fideicomiso.

11.17 Fideicomiso de Garantía Trump Tower Punta del Este

Mediante contrato celebrado el 11 de marzo de 2014, se constituyó el Fideicomiso de Garantía Trump Tower Punta del Este con el fin de asegurar y garantizar a los Beneficiarios que los fondos que paguen y 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 días hábiles de firmados.

11.18 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 del mencionado año se ratificó y consintió el contrato por parte de ésta última.

El fin del Fideicomiso es la administración de la sociedad que lleva adelante la construcción del Estadio del Club Atlético Peñarol.

11.19 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 de capital e intereses que se adeudan bajo el "Crédito FEC".

11.20 Fideicomiso Financiero Pronto! 4

Con fecha 18 de diciembre de 2014 se emitieron los valores correspondientes al contrato de Fideicomiso firmado con Kedal S.A. el 15 de octubre de 2014.

En el mismo se constituye un Fideicomiso denominado "Fideicomiso Financiero Pronto! 4", en virtud del cual Kedal S.A. ("Fideicomitente") transfiere al patrimonio del Fideicomiso Créditos para la emisión de Valores.

La finalidad del Fideicomiso es dotar de liquidez al Fideicomitente a través de la securitización de los Créditos cedidos al Fideicomiso. Tal objetivo se logra mediante la emisión de los Valores de oferta pública y privada por parte del Fiduciario garantizado con los Bienes Fideicomitados.

El fideicomiso se integrará de créditos libres de obligaciones y gravámenes, identificados en el contrato de fideicomiso.

11.21 Fideicomiso Financiero Bosques del Uruguay 2

El 14 de agosto de 2014 se celebró el contrato de Fideicomiso Financiero Bosques del Uruguay 2 que tiene como objeto la compra de inmuebles rurales situados dentro del territorio de la República Oriental del Uruguay, los cuales serán destinados al desarrollo de la actividad forestal. La adquisición de los inmuebles rurales se podrá realizar mediante la celebración de promesas de enajenación de inmuebles a plazo.

11.22 Fideicomiso Financiero Grinor Ciudad de la Costa

El 23 de octubre de 2014 se celebró el contrato de Fideicomiso Financiero Grinor Ciudad de la Costa. La finalidad del mismo es la obtención de financiamiento a largo plazo, a efectos de abonar los costos de las obras bajo licitación. El mencionado objeto se cumple con la securitización de los Créditos mediante la emisión de valores de oferta pública por parte del Fiduciario, garantizados con los bienes fideicomitados transferidos por el Fideicomitente.

11.23 Fideicomiso Think MVD

El 23 de abril de 2015 se constituyó el Fideicomiso de Administración Think MVD. El mencionado fideicomiso tendrá por objeto recibir bienes y/o aportes que integrarán la Propiedad Fiduciaria y actuar con respecto a ellos en la forma y en las condiciones que se establecen en el contrato.

11.24 Fideicomiso de Garantía Cash I

El 1 de junio de 2015 se constituyó el Fideicomiso de Garantía Cash I. El mismo tiene como objeto garantizar las obligaciones del pago asumido, o a ser asumido, por el Fideicomitente frente al Beneficiario por un crédito otorgado por este último.

11.25 Fideicomiso Financiero CASASURU de Desarrollo de Viviendas de Interés Social I

El 2 de junio de 2015 se constituyó el Fideicomiso Financiero CASASURU de Desarrollo de Viviendas de Interés Social I. El Fideicomiso tendrá por objeto el desarrollo de proyectos de vivienda de interés social y su posterior comercialización.

11.26 Fideicomiso de Garantía Obligaciones Negociables Cutcsa

El 31 de agosto de 2015 se firmó el contrato de Fideicomiso de Garantía Obligaciones Negociables de CUTCSA. El mismo tiene por objeto garantizar el fiel cumplimiento y pago puntual de los importes de capital e intereses que se adeudan bajo las Obligaciones Negociables, incluso en virtud de su exigibilidad anticipada.

11.27 Fideicomiso de Garantía Abbott – Bioerix

El 16 de octubre de 2015, se constituye el presente fideicomiso en garantía de la Deuda Garantizada, sus reajustes e intereses así como toda otra suma que se adeude en el futuro por el Fideicomitente a cualquiera de las acreedoras, sea como deudores principales, fiadores, codeudores solidarios o no, avalistas o por cualquier otro concepto, que hayan contraído o contraigan en el futuro.

11.28 Fideicomiso de Garantía Agrihold-CV LUXCO

Con fecha 28 de setiembre de 2015 se constituye el presente fideicomiso. El objeto del contrato de Fideicomiso es la constitución de la propiedad fiduciaria de los Bienes Fideicomitados con el fin de asegurar y garantizar el fiel y puntual cumplimiento de las Obligaciones Garantizadas.

En el presente período se rescindió el contrato de fideicomiso de garantía, y el 12 de mayo de 2016 se efectivizó la inscripción definitiva de la rescisión en el Registro Nacional de Actos Personales.

11.29 Fideicomiso de Garantía Obligaciones Negociables Asociación Española 1

El 19 de noviembre de 2015 se constituye el Fideicomiso de Garantía Obligaciones Negociables Asociación Española 1, en el que el Fideicomitente transfiere en propiedad fiduciaria al Fiduciario, quien adquiere, libre de obligaciones y gravámenes, los créditos cedidos por los montos indicados en el contrato de Fideicomiso hasta la total cancelación de las Obligaciones Negociables y los gastos del fideicomiso.

11.30 Fideicomiso de Garantía Obligaciones Negociables Asociación Española 2

El 22 de diciembre de 2015 se constituye el Fideicomiso de Garantía Obligaciones Negociables Asociación Española 2, en el que el Fideicomitente transfiere en propiedad fiduciaria al Fiduciario, quien adquiere, libre de obligaciones y gravámenes, los créditos cedidos por los montos indicados en el contrato de Fideicomiso hasta la total cancelación de las Obligaciones Negociables y los gastos del fideicomiso.

11.31 Fideicomiso de Garantía Fondo Valores

El 10 de mayo de 2016 se celebró el contrato de Fideicomiso de Garantía Fondo Valores el que tiene por objeto la constitución de la propiedad Fiduciaria de los fondos que sean aportados a la Reserva de Garantía del Fondo Valores, a efectos que cuando el resultado neto de las comisiones e impuestos del Fondo sea negativo, se pueda compensar el 100% de dicho resultado negativo con cargo a la Reserva de Garantía.

11.32 Fideicomiso Reciclo NFU

El 30 de junio de 2016 se firmó el contrato del Fideicomiso de Administración Reciclo NFU, en el que se encomienda al fiduciario la administración del Plan Maestro de gestión de neumáticos y cámaras fuera de uso ("Reciclo NFU"), de modo de cobrar las sumas abonadas por las Empresas Adheridas al Plan y realizar los pagos correspondientes a los proveedores y demás actores que corresponda, de acuerdo a los Convenios celebrados con los mismos.

11.33 Fondo de Inversión Fondo Valores

Fondo Valores Fondo de Inversión es un fondo de inversión en pesos uruguayos, cuyo plazo de duración es ilimitado y sin tope de máximo de integración.

El Fondo es un patrimonio de afectación separado e independiente integrado por aportes de personas físicas o jurídicas bajo el régimen de la Ley N° 16.774, con destino a la inversión en valores y otros activos; y es un fondo de inversión abierto, por lo que podrá ser ampliado o reducido en todo momento por medio de la integración o rescate de cuotas partes.

Con fecha 19 de abril de 2016, el Banco Central del Uruguay, aprobó el reglamento del Fondo y autorizó su inscripción en el Registro de Mercado de Valores (Comunicación N° 2016/075).

En el mes de mayo de 2016 comenzó a operar el Fondo de Inversión "Fondo Inversión Fondo Valores" según dispone el contrato de creación y administración, celebrado el 5 de noviembre de 2015 entre EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A. y la Bolsa de Valores de Montevideo (BVM), que promueve dicho Fondo.

Como requisito para su funcionamiento se establece que el Fondo Valores podrá invertir en los siguientes valores:

- Valores emitidos por el Estado Uruguayo e instrumentos de regulación monetaria emitidos por el Banco Central del Uruguay, hasta 100%.
- Certificados de depósito y/o depósitos a plazo en instituciones de intermediación financiera locales de alta calificación crediticia, que cuenten con una calificación de riesgo perteneciente a la Categoría 1 o Categoría 2 establecida por la Superintendencia de Servicios Financieros, hasta el 40%.
- Disponibilidad Transitoria, hasta el 100%.

Cualquier circunstancia que afectara a los Valores del Fondo y que supusiera que cualquiera de dichos activos no califican como "activos elegibles" bajo los literales anteriores obligará a la Sociedad Administradora a liquidar dichos activos dentro del plazo máximo de 60 días.

NOTA 12 – ADMINISTRACIÓN DE 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 e inflación, 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 con el objeto de identificar y analizar los riesgos a los que se enfrenta la misma, fijar límites y controles adecuados, y para monitorear la exposición a cada riesgo y el cumplimiento de los límites.

12.1 Riesgo de mercado

Riesgo de tipo de cambio e inflación

El riesgo de tipo de cambio surge de la exposición a la variación del mismo. La Sociedad se encuentra expuesta a la variación de la cotización del peso uruguayo respecto al dólar estadounidense y a la unidad indexada. La posición en moneda distinta al peso uruguayo se detalla en la Nota 6.

La Dirección monitorea este riesgo de forma de mantener la exposición al mismo en niveles aceptables.

Se detalla a continuación la sensibilidad del peso uruguayo frente a un incremento y decremento del 20% respecto al dólar estadounidense (escenario 1 y 2, respectivamente):

	<u>30/06/2016</u>
Escenario 1	
Ganancia (en \$)	4.549.478
Escenario 2	
Pérdida (en \$)	(4.549.478)

Se detalla a continuación la sensibilidad del peso uruguayo frente a un aumento del 20% del valor de la unidad indexada:

	<u>30/06/2016</u>
Pérdida (en \$)	(495.099)

Riesgo de tasa de interés

Las deudas financieras contraídas en unidades indexadas devengan intereses a tasa fija en unidades indexadas y se valúan a costo amortizado por lo que la exposición a dicho riesgo se encuentra acotada.

Las deudas financieras con entidades bancarias sujetas a dicho riesgo al 30 de junio de 2016 y al 31 de diciembre de 2015 ascienden a UI 2.676.957 (equivalentes a \$ 9.200.968 y \$ 8.680.300, respectivamente) siendo su tasa de interés del 2% anual en unidades indexadas.

Las deudas financieras en dólares estadounidenses al 30 de junio de 2016 y al 31 de diciembre de 2015 ascienden a US\$ 350.000 (equivalentes a \$ 10.715.950 y \$ 10.481.800, respectivamente) y devengan intereses a una tasa del 5% efectiva anual.

12.2 Riesgo de crédito

No existen créditos que individualmente representen un importe significativo que puedan implicar una concentración del riesgo de incobrabilidad.

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.

12.3 Riesgo de liquidez

Es el riesgo de que la Sociedad encuentre dificultades en cumplir sus obligaciones asociadas con pasivos financieros. La Dirección 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 fondos 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 toman 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 al financiamiento de partes vinculadas.

Las deudas financieras contraídas por la Sociedad tienen como objeto la constitución de los depósitos en garantía requeridos por la normativa del BCU y la cancelación de los pasivos se efectiviza una vez que dicha garantía es liberada por el organismo regulador. De esta manera, no existe exposición al riesgo de liquidez por estos pasivos financieros.

12.4 Valor razonable

Los valores contables de los activos y pasivos financieros se encuentran sustancialmente expresados en pesos uruguayos, unidades indexadas (UI) y dólares estadounidenses, por lo cual el riesgo implícito es el riesgo de tipo de cambio detallado en la nota 12.1. El valor de la UI se obtiene de la página web del Instituto Nacional de Estadística (www.ine.gub.uy). En el caso de los bonos del tesoro, la cotización vigente se obtiene de la Bolsa de Valores de Montevideo (www.bvm.com.uy).

NOTA 13 – IMPUESTO A LA RENTA DIFERIDO

13.1 Impuesto a la renta corriente

El cargo por impuesto a la renta corriente se determina aplicando la tasa del 25% sobre la utilidad impositiva del período.

El cargo por este concepto al 30 de junio de 2016 y al 30 de junio de 2015 ascendió a \$ 903.219 y \$ 788.468 respectivamente.

13.2 Impuesto a la renta diferido

Los activos y pasivos por impuesto diferido se encuentran compensados. De acuerdo a la NIC 12, esto es posible si se tiene reconocido legalmente este derecho. Pueden ser compensados únicamente los activos y los pasivos por impuesto diferido que se deriven del impuesto a la renta correspondiente a una misma autoridad fiscal.

No existen diferencias temporarias al 30 de junio de 2016 ni al 31 de diciembre de 2015 que den lugar al cómputo de un activo o pasivo por impuesto diferido.

13.3 Conciliación del gasto por impuesto a la renta y utilidad contable

	<u>30/06/2016</u>	<u>30/06/2015</u>
Resultado del período antes del impuesto a la renta	3.564.512	3.555.960
Resultado por tasa (25%)	(891.128)	(888.990)
Ítems de reconciliación		
Ajuste por inflación	-	103.352
Otros ajustes	(12.091)	(2.830)
Total gasto por impuesto a la renta	<u>(903.219)</u>	<u>(788.468)</u>

NOTA 14 – HECHOS POSTERIORES

A la fecha de presentación de los presentes estados financieros, no existen otros hechos que puedan afectar a la Sociedad en forma significativa.

Deloitte S.C.
Juncal 1385, Piso 11
Montevideo, 11.000
Uruguay

Tel: +598 2916 0756
Fax: +598 2916 3317

www.deloitte.com/uy