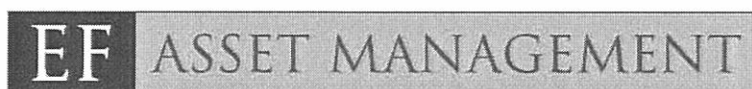


# FIDEICOMISO FINANCIERO FORESTAL BOSQUES DEL URUGUAY

## PROSPECTO INFORMATIVO

EMISIÓN DE  
CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN  
POR HASTA US\$ 50.000.000

Fiduciario



Administradora de Fondos de Inversión S.A.

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

Administrador



**Agroempresa Forestal S.A.**

Julio 2011

## ÍNDICE

I. AVISO IMPORTANTE .....	3
II. SUMARIO DE TÉRMINOS Y CONDICIONES .....	5
III. DEFINICIONES .....	10
IV. OBJETIVO Y CARACTERÍSTICAS DE LA INVERSIÓN.....	13
V. EL MERCADO FORESTAL .....	16
VI. PLAN DE NEGOCIO DEL PROYECTO .....	35
VII. AUTORIZACIONES PREVIAS .....	54
VIII. ANÁLISIS ECONÓMICO FINANCIERO .....	56
IX. EVALUACIÓN DE LOS PRINCIPALES RIESGOS DE LA OPERACIÓN .....	67
X. INFORMACIÓN DEL FIDUCIARIO.....	70
XI. INFORMACIÓN DEL ADMINISTRADOR .....	71
XII. ANEXOS .....	76
CONTRATO DE FIDEICOMISO FINANCIERO .....	77
DOCUMENTO DE EMISIÓN .....	133
CONTRATO DE ADMINISTRACIÓN .....	139
CONTRATO DE ENTIDAD REPRESENTANTE .....	150
INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO .....	16060
ÚLTIMOS ESTADOS CONTABLES DEL FIDUCIARIO .....	205



## I. AVISO IMPORTANTE

**EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A.**, con domicilio en Avenida Luis Alberto de Herrera 1248, World Trade Center, Torre B, Piso 12, Montevideo (en adelante el "Fiduciario"), manifiesta que la información contenida en este Prospecto informativo relativa a los Valores a emitirse, es fiel y veraz en todos los aspectos materiales y que no contiene omisiones ni induce en error.

**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.**

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.

VALOR INSCRIPTO EN EL REGISTRO DE VALORES DEL BANCO CENTRAL DEL URUGUAY POR RESOLUCIÓN DE FECHA 20 DE JULIO DE 2011 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 CALIDAD DE FIDUCIARIO, DECLARA Y GARANTIZA QUE LOS ACTIVOS INCLUIDOS EN EL FIDEICOMISO "FIDEICOMISO FINANCIERO FORESTAL BOSQUES DEL URUGUAY" 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 DOCUMENTO DE EMISION, EL CONTRATO DE FIDEICOMISO Y EL PRESENTE PROSPECTO.

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

LA INFORMACIÓN INCLUIDA EN EL PROSPECTO RESPECTO DE EF ASSET MANAGEMENT AFISA FUE PROPORCIONADA POR EL FIDUCIARIO Y ES DE SU RESPONSABILIDAD EXCLUSIVA.

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

EL DIRECTORIO DE EF ASSET MANAGEMENT AFISA MANIFIESTA, CON CARÁCTER DE DECLARACIÓN JURADA, QUE EL PRESENTE PROSPECTO CONTIENE, A LA

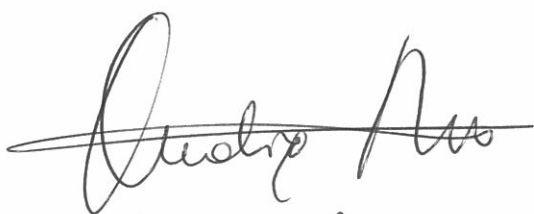
FECHA DE SU PUBLICACIÓN, INFORMACIÓN VERAZ Y SUFICIENTE SOBRE LAS CARACTERÍSTICAS DEL FIDEICOMISO "FIDEICOMISO FINANCIERO FORESTAL BOSQUES DEL URUGUAY", SOBRE LOS ACTIVOS QUE LO INTEGRAN, LAS CONDICIONES DE LA EMISIÓN Y LOS DERECHOS QUE LE CORRESPONDEN A LOS TITULARES DE LOS VALORES QUE SE EMITIRÁN.

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.

La fecha de elaboración de este Prospecto es julio de 2011.

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



Andrés Moraci

## II. SUMARIO DE TÉRMINOS Y CONDICIONES

Denominación:	Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay
Fiduciario:	EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.
Fideicomitentes:	Suscriptores iniciales de los Valores
Administrador:	Agroempresa Forestal S.A.
Entidad Registrante	EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.
Entidad Representante	Bolsa Electrónica de Valores S.A.
Organizador:	Agroempresa Forestal S.A.
Agente de Pago:	EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.
Títulos a emitirse:	Certificados de Participación escriturales.
Activos del Fideicomiso:	El Fideicomiso invertirá en la compra de Inmuebles rurales para desarrollar una explotación forestal.
Moneda:	Dólar billete.
Importe de la Emisión:	Hasta US\$ 50.000.000
Distribuciones:	<p>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.</p> <p>En la primer etapa del Fideicomiso (año 0 a 8), si bien, habrán disponibilidades al cierre de cada balance, estos serán destinados al financiamiento del emprendimiento. Por lo tanto, en la esta etapa no habrán fondos a distribuir porque las disponibilidades deberán cubrir futuros gastos e inversiones.</p>
Precio:	100%
Fecha de Emisión:	Una vez registrada la oferta en el BCU.
Plazo del Fideicomiso:	30 años o hasta el momento en que se cancelen en forma total los Certificados de Participación emitidos por el Fiduciario, y se cancelen las demás obligaciones del Contrato de Fideicomiso
Reserva de Liquidación:	Es la reserva que será constituida por el Fiduciario, y mantenida por este luego de la extinción del presente Fideicomiso.

Reserva de Contingencias: Es la reserva que podrá constituir el Fiduciario con fondos del Fideicomiso, para cubrir las contingencias del Fideicomiso durante el plazo de vigencia.

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

Calificación de Riesgo: BBB (uy)

Asesor Legal: Ferrere Abogados

Asesor Financiero: CPA/Ferrere

Inscripción: Banco Central del Uruguay

Cotización: BEVSA y/o Bolsa de Valores de Montevideo

Ley Aplicable: Ley de la República Oriental del Uruguay

Suscripción: La suscripción se realizará en la Bolsa de Valores de Montevideo, durante tres Días Hábiles consecutivos, a partir del día 3 de agosto de 2011 y hasta las 16 horas del día 5 de agosto de 2011, fecha en la cual se cerrará el período de suscripción.

Al cierre del segundo día de suscripción, se adjudicarán Valores a los oferentes que hayan presentado ofertas hasta ese segundo día inclusive. En caso de recibirse exceso de demanda en las ofertas recibidas hasta ese día, los Valores se adjudicarán a prorrata de las solicitudes y se cerrará el período de suscripción. En caso que exista un saldo de Valores no adjudicados, se recibirán ofertas durante el tercer día del período de suscripción para adjudicar dicho saldo. Las ofertas recibidas durante el tercer día se adjudicarán a los oferentes al cierre del período de suscripción. En caso de recibirse exceso de demanda durante el tercer día, los Valores se adjudicarán también a prorrata de las solicitudes recibidas el tercer día.

La integración del monto adjudicado, deberá realizarse en Dólares billete el Día Hábil siguiente a la fecha de cierre del período de tres días de suscripción hasta las 16 horas, fecha en la cual se realizará la emisión.

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

En compensación por los servicios que el Fiduciario se obliga a prestar por la administración del Fideicomiso, el Fiduciario percibirá una remuneración mensual de UI 61.098.

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

- (a) cantidad fija anual de US\$ 511.000 ajustada según paramétrica y coeficiente anual;
- (b) una compensación por desempeño ("performance fee") en caso que la Tasa de Retorno (TIR) del proyecto sea superior al 6%, percibiendo el Administrador un 15% del retorno adicional, la cual será calculada por el Fiduciario.

**Modificaciones:**

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

- (a) **Modificar las condiciones de emisión de los Valores, únicamente en cuanto a la reducción o quita de capital o cualquier otro monto adeudado por los Valores.**
- (b) **Consagrar la forma de enajenación de los bienes del patrimonio fiduciario.**
- (c) **Designar a la persona que tendrá a su cargo la enajenación del patrimonio como unidad de los bienes que lo conforman.**
- (d) **La extinción del Fideicomiso en caso de insuficiencia patrimonial del Fideicomiso.**
- (e) **Aprobar la venta anticipada, de parte o el total de los Activos, a partir del quinto año, a propuesta del Administrador.**
- (f) **Aprobar cambios al Plan de Negocios, a propuesta del Administrador.**
- (g) **Aprobar la prórroga de la venta de los Activos al final del proyecto forestal 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 los quórum para sesionar y las mayorías correspondientes para resolver, no se tendrán en cuenta ni tendrán derecho a voto en las Asambleas de Titulares, aquellos Titulares que tengan vinculación directa o indirecta con el Fiduciario o con el Administrador.**

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

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

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

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

- (a) cuando se hayan cancelado totalmente los Valores;
- (b) en caso que no se obtenga la autorización para la compra de campos de acuerdo a la ley 18.092 en el plazo de un año de presentada la solicitud correspondiente, y siempre que previamente así lo resuelva una Mayoría Especial de Titulares;
- (c) en caso que no se obtenga autorización para plantar de parte del MGAP y de DINAMA en el plazo de tres años de realizada la Emisión, y siempre que previamente así lo resuelva una Mayoría Especial de Titulares;
- (d) ante la imposibilidad absoluta del cumplimiento de los fines para el cual fue constituido





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

(f) el transcurso del plazo máximo legal.



### III. DEFINICIONES

Los términos definidos se usan en el presente Prospecto y en el Documento de Emisión con el significado que se establece en este capítulo. Los términos definidos pueden utilizarse en singular o en plural con igual significado.

“**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.

“**Audidores**” 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 el Contrato de Fideicomiso que se adjunta como Anexo 1 a este Prospecto.

“**Contrato de Administración**” es el Contrato de Administración celebrado entre el Fiduciario y el Administrador que se adjunta como Anexo 3 a este Prospecto.

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

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

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

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

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

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

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

“**Documento de Emisión**” es el documento mediante el cual el Fiduciario emite los Valores a favor de los Titulares en la forma establecida en el Anexo 2 a este Prospecto.

“**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 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 efectos. El importe resultante, no podrá superar los resultados contables acumulados del Fideicomiso a dicho Cierre de Ejercicio.

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

“**Gastos del Fideicomiso**” son los gastos que se detallan en la cláusula 34 del Contrato.

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

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

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

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

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

**“Pesos” 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 que se agrega como Anexo 1 al Contrato sobre el cual el Administrador deberá llevar adelante la inversión acorde a la finalidad del presente Fideicomiso.

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

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

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

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

**“Titulares”** son los titulares legítimos de los Valores, tal como resultan del Registro.

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

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

#### IV. OBJETIVO Y CARACTERÍSTICAS DE LA INVERSIÓN

##### OBJETIVO

El objetivo general del presente Fideicomiso es desarrollar en forma sustentable un proyecto para la plantación de maderas de Eucalyptus para comercializarlas 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 tiene como objetivo proveer a los inversores razonables retornos a largo plazo, logrados a través de la valorización del activo en plantaciones forestales, siguiendo los máximos estándares productivos, ambientales y sociales. Todas las plantaciones serán certificadas con la norma FSC y el proyecto prevé la venta de Bonos de Carbono.

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

La finalidad de la administración del Fideicomiso Bosques del Uruguay es:

- i. Producir madera para el mercado de aserrío y para pulpa, optimizando los recursos forestales y la tierra, y ampliando a otros usos alternativos.
- ii. Promover un esquema y manejo integrador al ecosistema y ambiente de la zona.
- iii. Trabajar y conducir operaciones en forma responsable con la sociedad y en estricto cumplimiento de las regulaciones laborales y empresariales

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

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

Las principales características del proyecto son:

- Administración a cargo de Agroempresa Forestal, una compañía líder en la prestación de servicios forestales, con más de 10 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 de aproximadamente 10.000 hectáreas de campo, de las cuales se forestarán aproximadamente 6.700 (67% de aprovechamiento estimado). Para la compra, se seleccionarán propiedades que según sus características de ubicación y recursos (suelo, infraestructura, etc.) ofrezcan la opción de mayor rentabilidad.
- Ubicación del proyecto se concentrará en el centro-este del país: en el norte de Florida, Cerro Largo, Rocha, Treinta y Tres y Lavalleja, por ser una zona de gran potencial para la explotación forestal.

- Establecer una plantación eficiente y de alta calidad de las especies Eucalyptus Grandis (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 -sólida y triturada-.
- Proyección de una cosecha total de 2,76 millones de m<sup>3</sup>: tres cuartas partes del volumen para la producción de pulpa, y el resto para aserrado. No obstante, más de la mitad del margen por ventas de madera proviene de la madera de alto valor. Respecto al ingreso por ventas total estimado, un 80% corresponde a venta de madera, 18% a la venta de la tierra al final del proyecto, y menos del 2% a ingresos por venta de bonos de carbono y pastoreo.
- La inversión tiene variadas ventajas como ser: interesante relación retorno-riesgo; limitada volatilidad; baja correlación con activos tradicionales; cobertura contra la inflación; inversión en activos reales; ventajas impositivas y flujo de caja predecible y activo con alta flexibilidad al momento de venta.

#### OPORTUNIDADES Y FORTALEZAS DEL PROYECTO

- Oportunidades del mercado forestal

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

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

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

- Oportunidades de la forestación en Uruguay

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

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

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

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

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

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

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

#### MONTO DE LA INVERSIÓN

El proyecto de plantación forestal de Bosques del Uruguay demandará un aporte de capital de US\$ 50.000.000 para cubrir la inversión y los costos operativos hasta el año 9.

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

#### Componentes de la Inversión del Fideicomiso Bosques del Uruguay

	Miles de USD	%
Tierra y activo Fijo	28.180	56%
Costos de producción	5.634	11%
Implantación de bosques	5.447	11%
Administración (Año 1 al 9)	5.938	12%
IVA compras	4.148	8%
Impuesto Patrimonio	1.854	4%
Costos certificados carbono	440	1%
Costo Estructuración (Año 1 al 9)	1.745	3%
Otros	472	1%
Ingresos	(3.859)	-8%
<b>TOTAL</b>	<b>50.000</b>	

Por lo tanto, un 56% de la inversión corresponde a la compra de tierra, un 22% a la implantación y operación de los bosques hasta la primera cosecha en el año 9; 12% corresponde administración, 10% al pago de impuestos, costos de los certificados de carbono y estructuración, netos de los ingresos generados en los primeros 9 años.



## V. EL MERCADO FORESTAL

### 5.1 EL MERCADO INTERNACIONAL

Las inversiones en forestación han logrado gran popularidad tanto en el Hemisferio Norte como en Latinoamérica. Acorde a 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 productivos<sup>1</sup>.

Los factores que están detrás de esos cambios son: 1) necesidad de aumentar el valor de 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.

Los componentes del retorno en la inversión forestal han sido estudiados en Estados Unidos. El activo forestal es un recurso renovable y su valor aumenta a medida que madura. El retorno en la inversión está influenciado por<sup>2</sup>:

- Crecimiento biológico: en EEUU esta variable explica más de la mitad del retorno de una inversión forestal.
- A medida que crece el árbol aumenta su diámetro y largo, y la madera aumenta su valor porque tendrá otros usos. Los tres usos más comunes en secuencia según la edad y son: pulpa, chipeo y aserrado, y tablas. A grandes rasgos, para pulpa en general se consideran ciclos menores a 10 años, mientras que madera para tablas se precisan ciclos de 16-20 años.
- Precios 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 que otros como el S&P 500 o el Russell 2000.
- 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

---

<sup>1</sup>Fasano y Straka (2009)

<sup>2</sup>Fasano y Straka, 2009; Mortimer, 2009.



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, para los Estados Unidos se cuentan con referencias de los retornos de las inversiones forestales:

- 1) El National Council of Real Estate Investment Fiduciaries (NCREIF) que publica el Timberland Property Index desde 1994<sup>3</sup>.
- 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 7,3%, muy superior a los retornos de otros indicadores como el S&P 500 Index, o los índices de bonos del tesoro.

Por su parte, Standard & Poor's publica el Global Timber & Forestry Index<sup>4</sup> compuesto por 25 de las más grandes compañías forestales que cotizan públicamente

## 5.2 EL MERCADO LATINOAMERICANO

Existen en América Latina y el Caribe 12,5 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. En la región, 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 elliottii*, manejadas de manera intensiva;
- La integración de las plantaciones con la elaboración maderera, y también con la elaboración de pulpa de celulosa.

Las proyecciones de FAO prevén que las 12,5 millones cultivadas en 2006 aumenten a 17,3 millones de hectáreas en 2020.

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

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

<sup>4</sup><http://www.standardandpoors.com/indices/sp-global-timber-and-forestry/en/us/?indexId=spgbthstufusdw--p-rgl-->

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: Wiecheteck (2008), 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.

Buena parte de estas organizaciones maneja 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 Partner, Brookfield, The Campbell Group, cuentan con más 1,3 millones de hectáreas cada una. Estas TIMOs han manejado retornos reales entre un 5-10% para sus inversiones.

Existen en América Latina unas 410.000 hectáreas en propiedad de TIMOs en 2008, principalmente instituciones de los Estados Unidos. Del total, un 48% estaba en Brasil, 36% en Uruguay, 13% en Chile, 3% en Argentina<sup>5</sup>. Las instituciones con presencia eran Hancock, GMO, Global Forest Partners, y RMK. En Uruguay, este autor reporta cuatro TIMOs operando (Global Forest Partners, GMO, RMK, y Phaunos) acumulando 164.000 hectáreas<sup>6</sup>.



---

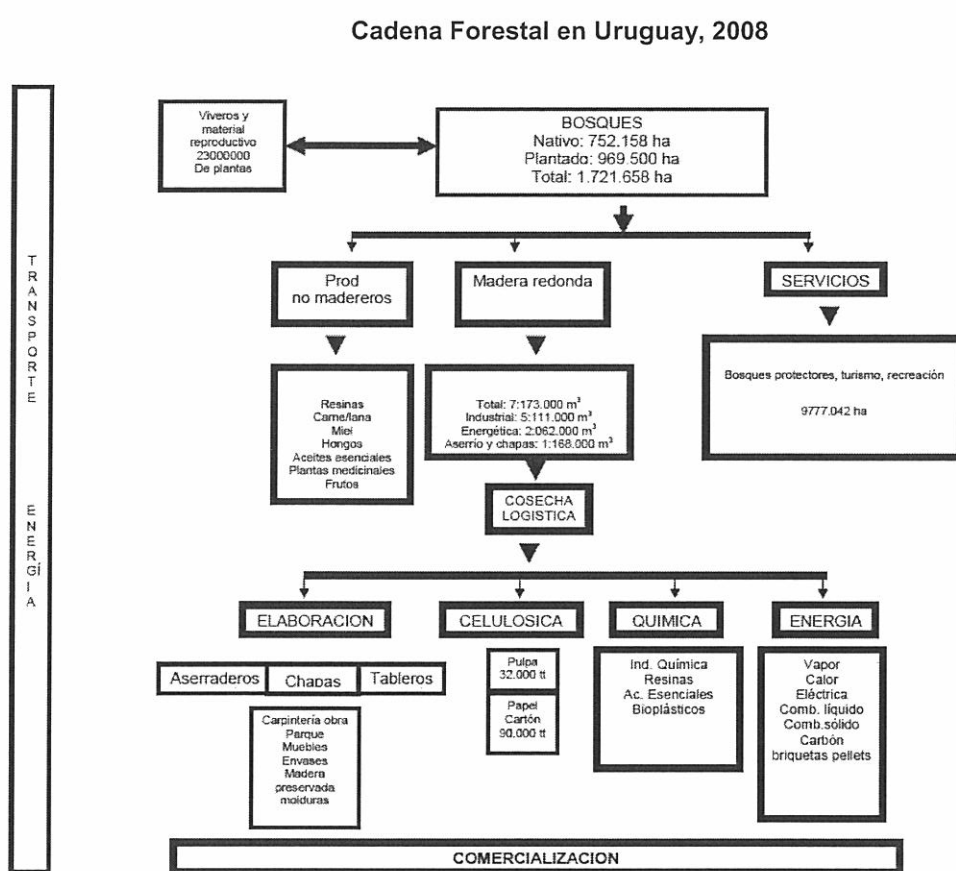
<sup>5</sup>RISI también maneja estos datos, ver: [http://www.risiinfo.com/Marketing/other/south\\_american\\_tree\\_farm.pdf](http://www.risiinfo.com/Marketing/other/south_american_tree_farm.pdf)

<sup>6</sup>Wiecheteck (2008)

## 5.3 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 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. Eventualmente, el uso energético sería un componente alternativo al de celulosa<sup>7</sup>.



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

### ii. 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

<sup>7</sup>Mantero, San Román, Lignone y otros (2008)

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 Forestal<sup>8</sup>.

#### Suelos de Prioridad Forestal en Uruguay

Grupo Coneat	Superficie (has)	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%			

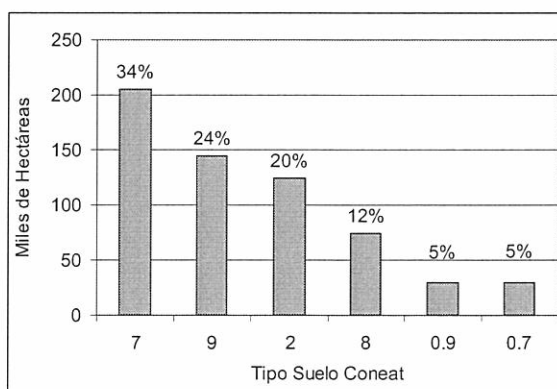
Fuente: DGF-MGAP

El Decreto 191/06 de junio de 2006 modificó los suelos de prioridad forestal. De este modo, quedaron 3,34 millones de hectáreas de prioridad forestal, y unas 776.116 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), y el grupo 9 en el Oeste (Paysandú, Río Negro, Soriano y Colonia).

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.

#### Plantaciones forestales según tipo de suelo Coneat (2004)



Fuente: Dell'Acqua, Petraglia y San Román (2008)

<sup>8</sup>Dell'Acqua, Petraglia y San Román, 2008. MGAP.

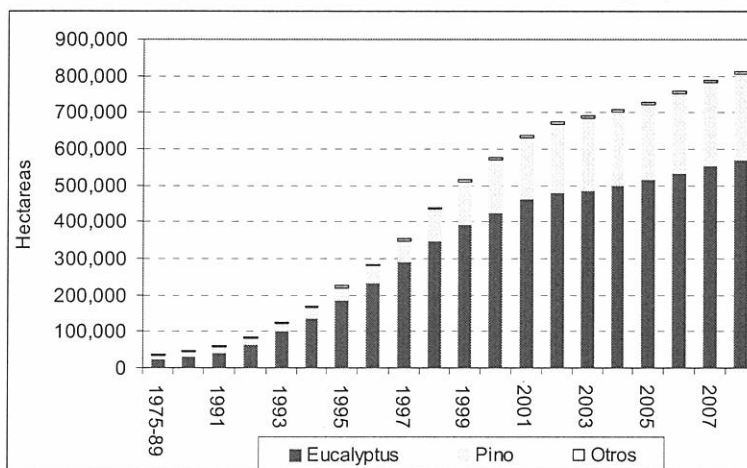
Estos autores sostienen que casi la mitad de la clase Pino se había plantado en los grupos 7 de suelos Coneat y un 15% en los grupos 9. En cuanto a los Eucalyptus, la plantación del Globulus predominaba en el grupo 2, mientras que en el Grandis un 60% era en los grupos 7 y 9.

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 812.164 hectáreas en 2008 según datos de la Dirección Forestal, aproximadamente un 4,2% de la superficie del país y una quinta parte de la superficie potencial a forestar considerando el área de prioridad más la que requiere aprobación.

#### Evolución de la superficie acumulada forestada en Uruguay, 1975-2008.

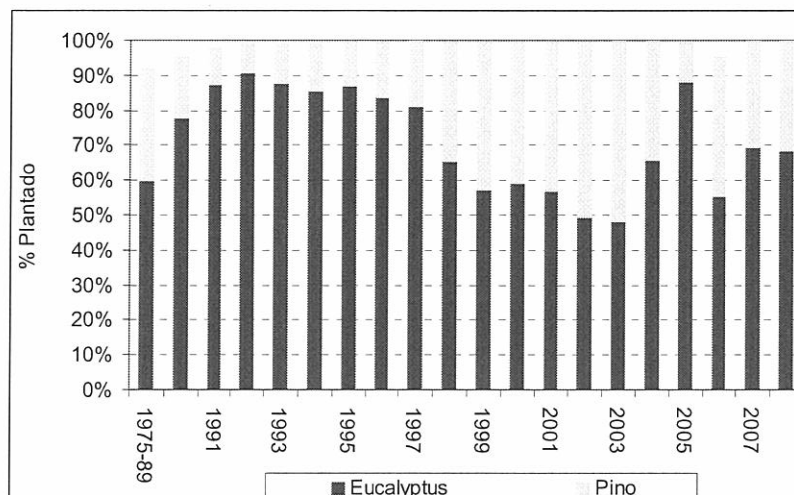


Fuente: Datos de DGF-MGAP

Los géneros Eucalyptus y Pinus han sido los dos principales plantados.

Durante los noventa predominó la plantación de Eucalyptus, con un promedio superior al 80%. Hacia fines de esta década y mediados de la siguiente, la proporción estuvo más equilibrada. En los últimos años ha aumentado nuevamente la participación de Eucalyptus, principalmente debido al aumento de E. grandis y E. dunnii.

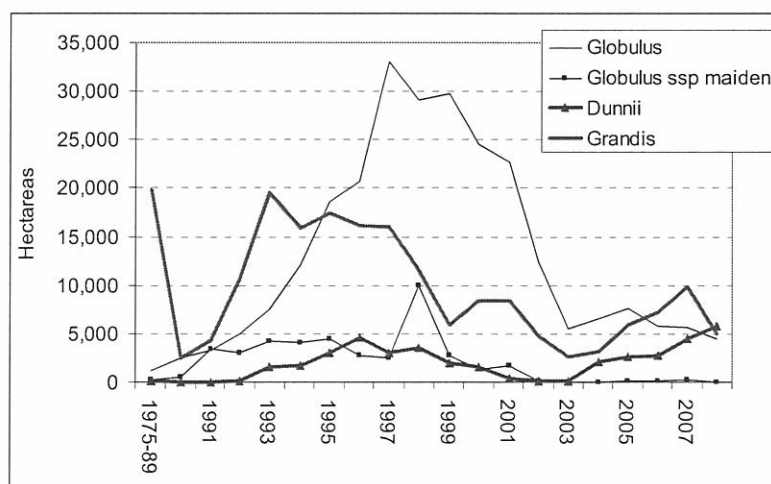
### Evolución de la plantación de Eucaliptos y de Pino (% de la superficie plantada)



Fuente: Elaborado con datos de DGF-MGAP

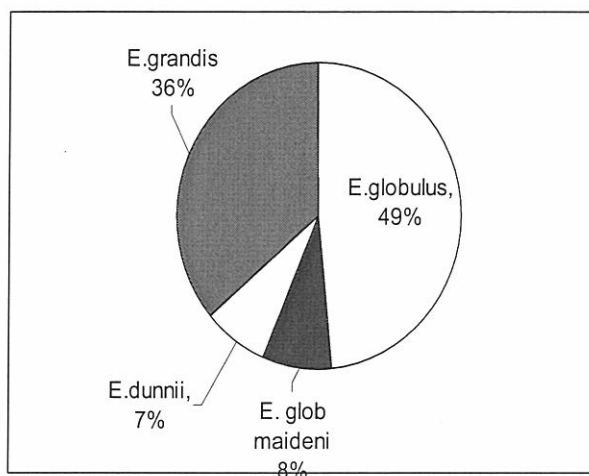
El Eucalyptus globulus fue durante casi una década el principal cultivado. Desde 2003, sin embargo, ha permanecido estable, al tiempo que la plantación de Eucalyptus grandis y del dunnii han crecido.

### Evolución del área plantada con las diferentes especies de Eucalyptus en Uruguay (1975-2008)



Fuente: Elaborado con datos de DGF-MGAP

### Participación de las diferentes especies de Eucalyptus en el total acumulado plantado a 2008



Fuente: Elaborado con datos de DGF-MGAP

Casi el 60% de la forestación del país se concentra en 4 departamentos (Rivera, Tacuarembó, Paysandú y Río Negro). Existe una plantación diferencial de Eucalyptus y Pinus según región. Las tres cuartas partes del Pinus se concentra en Rivera y Tacuarembó, mientras que las plantaciones de Eucalyptus tienen una presencia más marcada en el oeste del país.

### Principales departamentos forestados en Uruguay y géneros plantados (Total a 2008)

	Total	Eucalyptus	Pinus	% Total Departamento	Eucalyptus	Pinus
	Hectáreas			%		
Rivera	154,612	53,588	100,508	19.0%	9.4%	42.7%
Tacuarembó	115,441	40,488	73,273	14.2%	7.1%	31.1%
Paysandú	108,529	76,624	29,457	13.4%	13.5%	12.5%
Río Negro	104,217	94,900	8,085	12.8%	16.7%	3.4%
Lavalleja	83,214	82,605	489	10.2%	14.5%	0.2%
Durazno	44,915	37,452	7,005	5.5%	6.6%	3.0%
Cerro Largo	38,938	33,073	5,861	4.8%	5.8%	2.5%
Rocha	37,506	35,268	2,132	4.6%	6.2%	0.9%
Florida	36,497	36,093	384	4.5%	6.3%	0.2%
Otros	88,295	79,276	8,098	10.9%	13.9%	3.4%
<b>TOTAL</b>	<b>812,164</b>	<b>569,367</b>	<b>235,292</b>		<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>

Fuente: elaborado con datos de DGF-MGAP

El 64% 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 se ha debido a inversión directa extranjera, proveniente de las compañías de Finlandia, Suecia, Chile y España, y de administradoras de fondos de inversión forestal de Estados Unidos<sup>9</sup>.

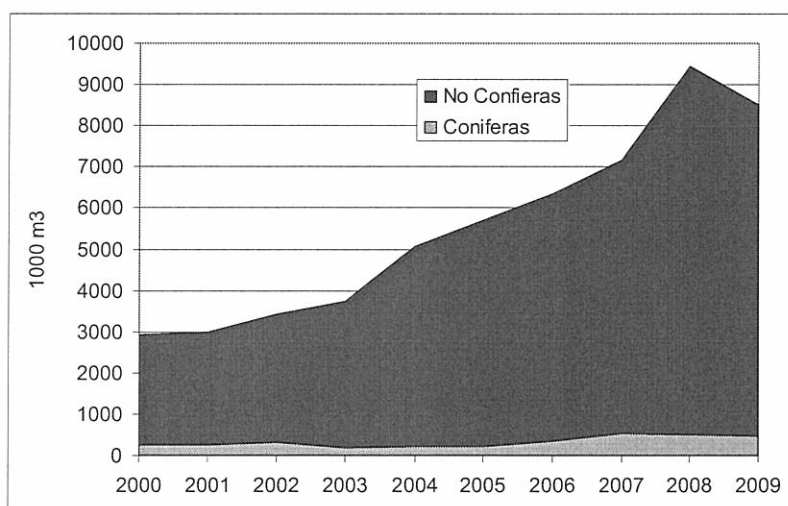
<sup>9</sup>OPYPA (2008)

Otro punto interesante es que la actividad agropecuaria creció entre 1990-2007 a una tasa anual del 3%, mientras que el sector silvícola lo hizo a una tasa acumulativa anual del 10,9%, multiplicándose por seis la superficie. De este modo, la participación en el Producto Bruto Agropecuario pasó del 3,8% al 9,5% medido en dólares.

iii. Extracción de madera y fase industrial

Los datos de la DGF muestran un sostenido crecimiento de la extracción de madera en rollo desde 2000, habiendo superado los 9 millones de m<sup>3</sup> en 2008, el triple del volumen a inicios de la década. Esta tendencia también ha sido señalada por los trabajos de OPYPA (2008 y 2009), donde se remarca el crecimiento de las No-coníferas (principalmente Eucalyptus) debido a la mayor demanda para la producción de celulosa, y al menor ciclo de plantación. La extracción de coníferas tuvo un aumento en 2007, pero el promedio de los últimos cinco años fue del 5% del total.

**Evolución de la extracción de madera en rollo, 2000-2009**



Fuente: DGF-MGAP

El informe de OPYPA (2008) destaca un notable crecimiento de la fase industrial desde 2006, en particular la industria de madera (tablas, madera enchapada y laminada, etc.) a partir de la instalación de Urupanel y Weyerhaeuser. A esto se suma la puesta en marcha de la planta de celulosa Botnia en noviembre de 2007, siendo hoy el principal destino de la madera. Así se ha más que duplicado la extracción de madera con destino industrial.

La industria forestal está fuertemente integrada, en particular en el sector de celulosa, tendencia que se observa internacionalmente. No obstante, un 20%-30% de las necesidades de materia prima deben buscarse en el mercado o asegurarse de otra forma. En forma reciente este tipo de empresas han implementado planes de asociación con productores agropecuarios para el desarrollo de nuevas plantaciones o para pagos por arrendamientos de largo plazo. Ejemplo de esto es la propuesta Fomento de Forestal Oriental donde se le asegura al productor la compra de la madera producida con precios preestablecidos, y el suministro del material genético, asesoramiento, y certificación del Forest Stewardship Council.

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

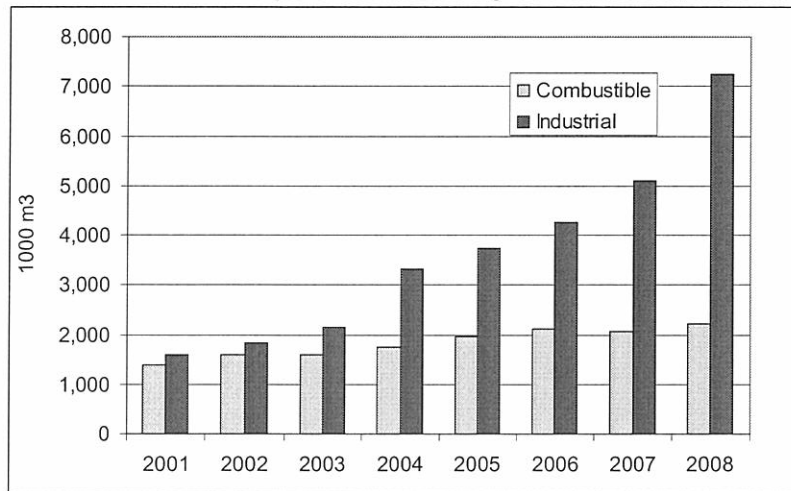


existían 169 aserraderos en Uruguay, de los cuales 120 eran categorizados como micro y pequeños. Había 10 medianos y grandes y otros 39 no especificados.

Los usos industriales de la madera son para: chips de madera, madera aserrada, tableros contrachapados y MDF, muebles de madera, pulpa de madera, papel y manufacturas. Según OPYPA (2008), las industrias madereras crecieron a una tasa acumulativa anual del 18,8% entre 2002-2007, ritmo superior al promedio anual.

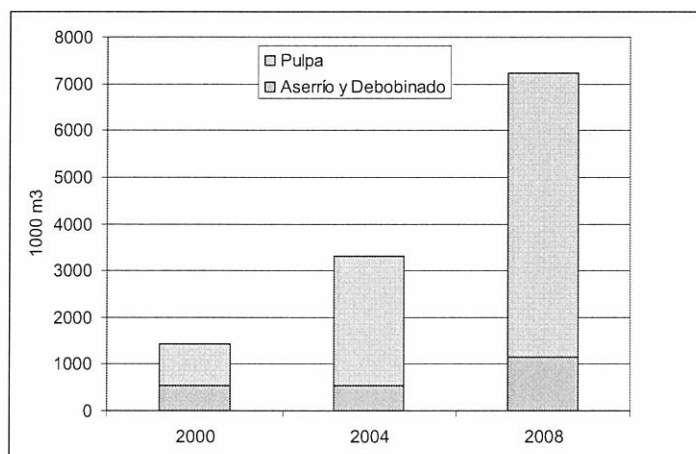
En 2008 un 23% de la extracción fue usada como combustible y el restante 77% tuvo uso industrial. Casi un 90% de la madera destinada a uso industrial fue para la producción de pulpa.

**Extracción de madera para combustible y uso industrial, 2001-2008**



Fuente: DGF-MGAP

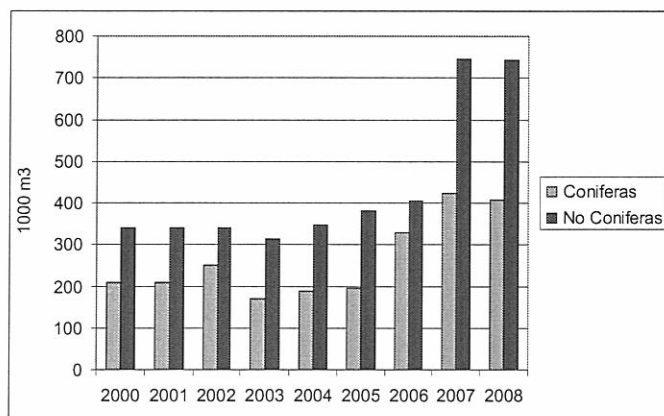
**Uso industrial de la madera en años seleccionados**



Fuente: DGF-MGAP

En lo que respecta al uso de madera para aserrio y debobinado se constata que el volumen extraído se duplicó entre 2000 y 2008, superando el millón de m<sup>3</sup>, con un importante despegue del uso de no coníferas para destino aserrado en 2007 y 2008.

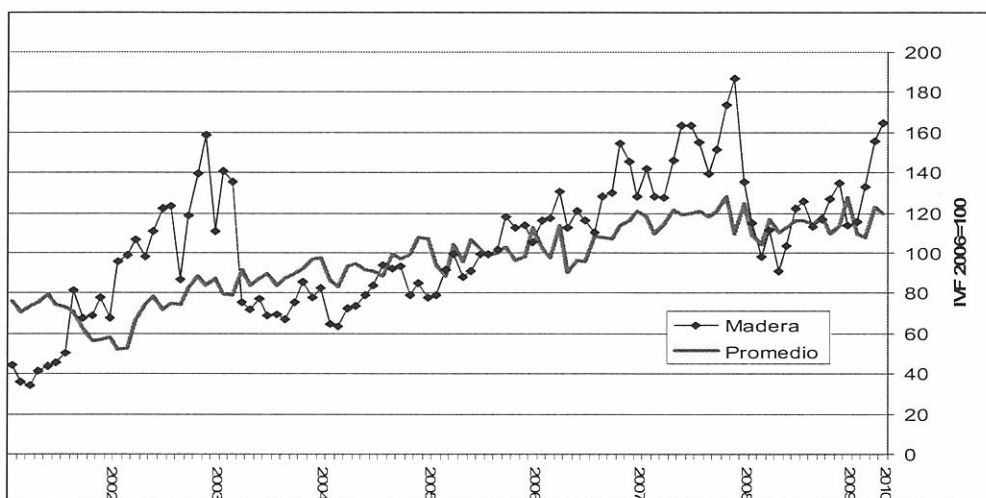
### Extracción de madera para aserrío, 2000-2008



Fuente: DGF-MGAP

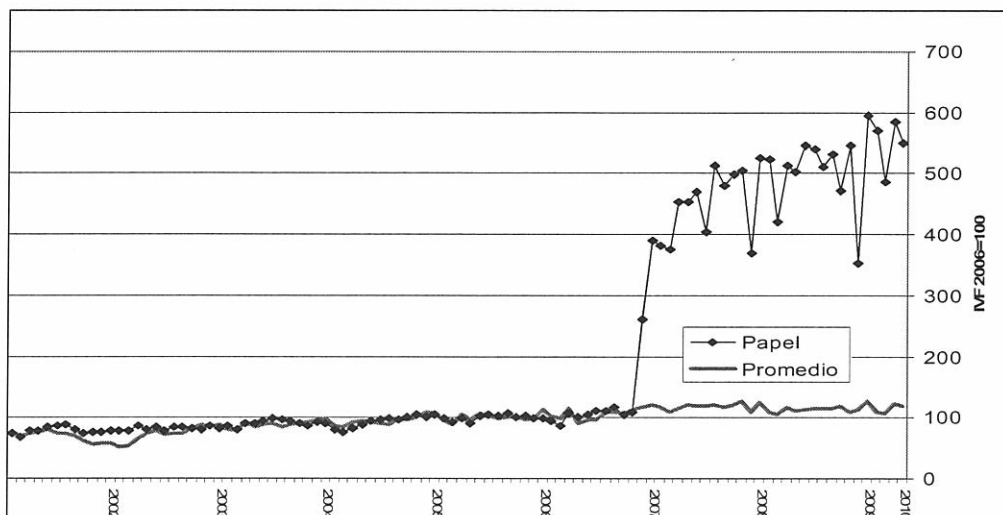
La expansión de la industria manufacturera se refleja también en los índices de actividad física elaborados por el Instituto Nacional de Estadística.

### Evolución del Índice de Volumen Físico promedio y para la industria de la madera, 2002-2010



Fuente: INE

#### Evolución del Índice de Volumen Físico promedio y para la industria del papel, 2002-2010



Fuente: INE

#### iv. 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 Salto<sup>10</sup>. 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 m<sup>3</sup> implica más de 250 mil camiones.

A la fecha, el principal flujo de madera es el que tiene a la planta de UPM 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).

En particular para este proyecto interesa destacar el escenario de mejora en el mediano plazo del ramal ferroviario de Río Branco Montevideo y el de Durazno Montevideo, según figura en el plan estratégico del MTOP presentado en abril de 2010<sup>11</sup>.

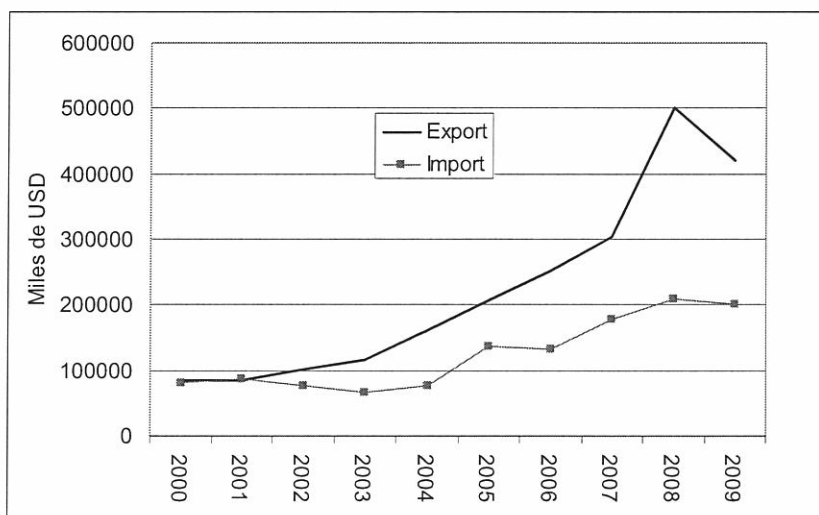
<sup>10</sup>Uruguay tiene 2.000 km de ferrovía, una red vial nacional con 8.696 kilómetros, 1600 km de hidrovía, ubicando al país en los lugares 74, 64 y 53 del ranking mundial según la CIA Country Factbook en 2008.

<sup>11</sup>MTOP. Propuestas para la Elaboración del Plan Quinquenal 2010-2015. Descargado en Junio 2010 de: [http://www.mtop.gub.uy/Documentos/presentacion\\_MTOP.ppt](http://www.mtop.gub.uy/Documentos/presentacion_MTOP.ppt)

v. Mercados y Comercio Exterior

La balanza comercial para los productos primarios y secundarios derivados del sector forestal (madera, tablas, pulpa, papel y cartón) ha mostrado un saldo positivo desde inicios de la década de 2000. El saldo expresado en dólares alcanzó a duplicarse sin considerar las exportaciones de pulpa de celulosa.

**Uruguay: comercio exterior de los productos derivados del sector forestal**

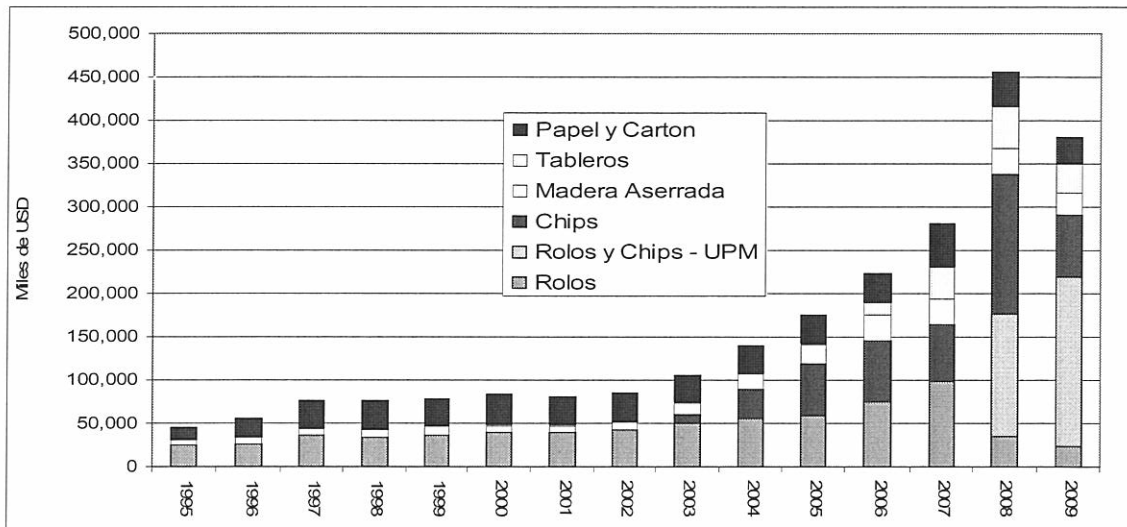


Fuente: Dir. Forestal y Soc.de Productores Forestales (no incluye exportaciones de pulpa de celulosa).

Las exportaciones registran un fuerte crecimiento entre 2003 y 2008, explicado en buena parte por el crecimiento en las exportaciones de chips, rolos, madera aserrada y tableros.

En 2008 se suma la exportación de rolos y chips a la planta de celulosa en zona franca. Aproximadamente la mitad del valor de las exportaciones de Uruguay en 2009 y primer cuatrimestre de 2010 tuvieron como destino la planta de celulosa. Sin considerar las exportaciones a la zona franca, en 2009 cayó la exportación en todos los rubros, pero en el primer cuatrimestre de 2010 se registró una fuerte recuperación y se espera que los niveles de exportación retomen la tendencia creciente.

**Uruguay: exportaciones de productos primarios y secundarios del sector forestal.**

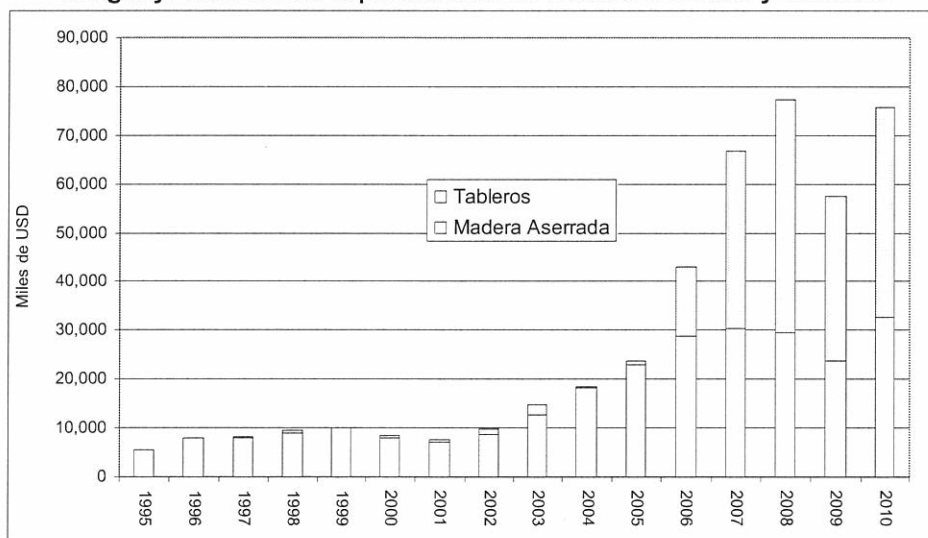


Fuente: Dirección Forestal y Sociedad de Productores

El 96% de las exportaciones de rolos tienen principalmente como destino la producción de pulpa de celulosa, siendo el restante rolos aserrables (Opya 2009).

Las exportaciones de madera aserrada de los últimos años casi triplican el valor de exportación de inicios del 2000, creciendo a una tasa superior al 20%. De 2006 en adelante comienza la exportación más fuerte de tableros, esperándose que en 2010 supere el récord de 2008 (US\$ 50 millones). Es decir, que la exportación de productos de maderas de mayor calidad ha consolidado un salto desde 2006 a la fecha, multiplicando por 6 o 7 los niveles exportados una década atrás.

**Uruguay: valor de las exportaciones de madera aserrada y tableros.**

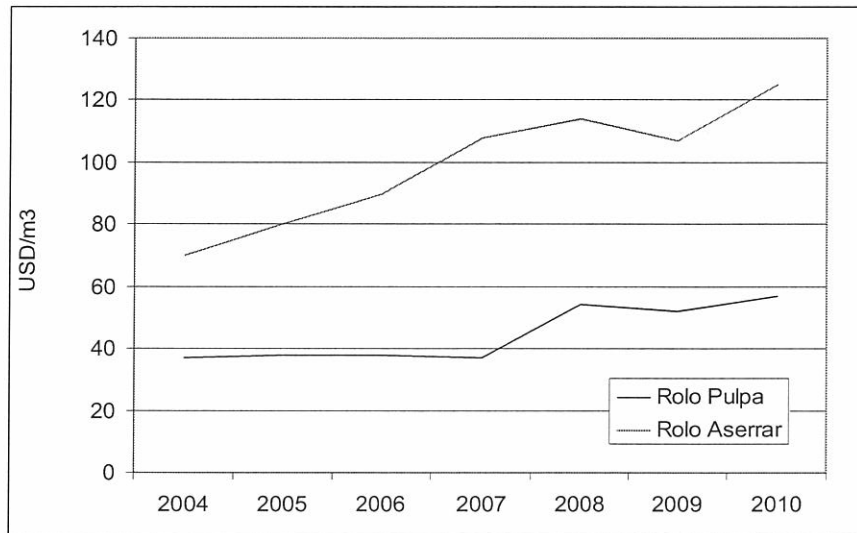


Fuente: Elaborado con datos de la DF y SPF (2010 estimado)

En cuanto a los precios, la forma de obtener referencias es a partir de los registros de exportación. Tomando el total exportado del país, los valores medios de exportación no diferencian calidad, ni tipo de producto o especie y por lo tanto deben usarse como indicadores. Según el informe de Opya (2009), la crisis internacional afectó las exportaciones de 2009, pero los precios no cayeron. En cualquier caso, cabe notar el

incremento del ingreso medio en los últimos años, con aumentos del 30% en el caso de madera para pulpa o casi del 100% en el caso de la madera aserrada de Eucalyptus en el último quinquenio.

**Uruguay: ingreso promedio anual de exportación de productos seleccionados (FOB)**

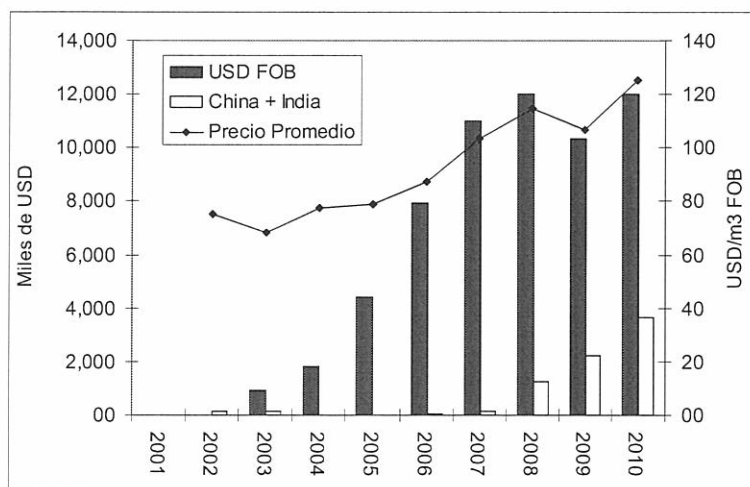


Fuente: Opya 2009

Según los datos de Urunet, entre el 80-90% de los rolos de Eucalyptus tienen como destino la exportación a Zona Franca Fray Bentos. Como se ha mencionado el destino primordial de los rolos es la planta de UPM, y después aparecen otros 10 destinos más, entre ellos Portugal, Vietnam, China, India, Marruecos y Estados Unidos.

Vietnam es el principal mercado para los rollizos aserrables (madera del proyecto), seguido por China e India, ambos últimos con creciente participación.

**Exportaciones de rolo de Eucalyptus a Vietnam, China e India**



Fuente: Elaborado con datos de Urunet

El precio promedio de exportación ha mejorado en los últimos años, alcanzando un máximo en el primer semestre de 2010. Los precios de rolos de Eucalyptus al mercado de interés (Vietnam) han aumentado a una tasa del 5,8% acumulativo anual en el período 2000 a junio de 2010.

Según datos de Naciones Unidas, las importaciones de rollizos de no confieras (Código Armonizado 440399) alcanzaron un record de US\$ 5 billones en 2008 y luego cayeron a US\$ 2,5 billones en 2009 reflejando la crisis mundial. En 2009 China represento el 46% de las importaciones mundiales, seguido por India con el 24%. Otros países importantes eran Suecia, Finlandia, Vietnam. Entre los principales exportadores, figuran Rusia, Malasia, Estados Unidos y Uruguay.


La exportación de chips cayó en 2009, siendo Japón y Finlandia los principales destinos.

Para la madera aserrada, la demanda principal es de Estados Unidos, España, Chile y Canadá. En el caso de madera aserrada de Eucalyptus, el informe de Opya (2009) destaca que se registraron 27 países de destino en 2009, siendo Estados Unidos el principal absorbiendo más de un tercio. Se destacan Indonesia, Vietnam, China, Taiwán y Corea del sur con casi un 40%.

La exportación de tableros de madera contrachapada se realizó a 19 países. México y Estados Unidos figuran como los principales destinos con casi el 70% del total, seguido por Reino Unido.

#### vi. Tendencias y proyecciones

Según FAO (2009), los principales *drivers* de largo plazo de la demanda hasta 2030 son:

- 
- Cambios demográficos. La población mundial se incrementara de 6,4 billones en 2005 a 8,2 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.
  - Regulaciones ambientales más estrictas que excluirán áreas forestadas, en particular los bosques nativos. Emergencia de las plantaciones forestales como recurso principal.
  - Aumento en el uso de energías renovables y a partir de biomásas forestales.

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 RISI<sup>12</sup>, las importaciones de rolos 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 si que este país se posiciones 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

<sup>12</sup><http://www.risiinfo.com>

industrializadora 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 aun está significativamente por debajo de China en los volúmenes importados. RISI proyecta un sostenido aumento en las importaciones de este país también.

Retomando las proyecciones de FAO (2009), la producción y el consumo de productos del sector forestal continuarán en aumento siguiendo las tendencias históricas. 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 aún, con consumos per cápita menores. El consumo de rollizos de esta región está 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 extendidos (iniciados en 1993) son el Forest Stewardship Council (FSC) y el Programme for the Endorsement of the Forest Certification Schemes (PEFC)<sup>13</sup>. 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, en forestación hay dos áreas<sup>14</sup>: 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, desarrollo de nuevos productos y servicios, conservar recursos y reducir impactos ambientales y 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.

#### vii. El mercado de tierras forestales en Uruguay

En la última década se ha registrado un importante aumento en la compra venta de tierras en Uruguay. Según datos de DIEA (2010) hubo 24.183 operaciones de compraventa, equivalente a 6 millones de hectáreas entre el período 2000 a 2009. El número de operaciones y el área vendida tuvo una fuerte actividad entre 2003 y 2007, y cayendo a niveles de inicios de la década en 2009. En 2009 el área vendida cae por tercer año consecutivo.

El precio promedio de las transacciones, en cambio, ha registrado un constante aumento, pasando de US\$ 448 la hectárea en 2000 a US\$ 2.329 en 2009. En otras palabras, se

<sup>13</sup> [www.fsc.org](http://www.fsc.org) y [www.pefc.org](http://www.pefc.org)

<sup>14</sup> Tema abordado en: Developments in forestry science and technology. En: The state of the World Forests, FAO (2009).



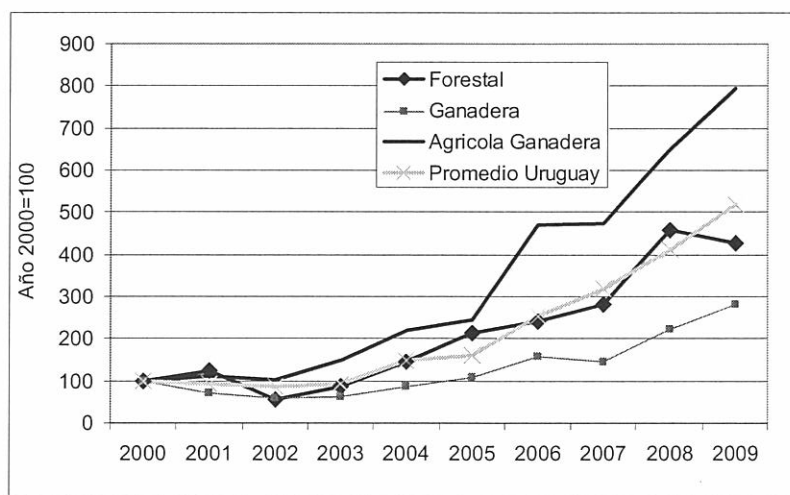
multiplicó por cinco en términos nominales. El aumento de precios ha sido diferencial según el uso y tipo de tierras. En la tabla siguiente, se presenta la evolución de las operaciones de compra venta y del precio promedio para diferentes tierras. El aumento de precios es diferencial, siendo mayor en 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.

### Superficie y precios de las operaciones de compraventa de tierra, 2000-2009

Operaciones	Superficie		Precios US\$/ha <sup>15</sup>			
	Número	Vendida (miles de ha)	Promedio	Forestal (a)	Ganadera (b)	Agrícola Ganadera (c)
2000	1517	308	448	399	443	440
2001	1966	530	413	488	310	489
2002	1598	365	385	226	260	445
2003	2156	741	420	344	280	650
2004	2746	758	664	586	380	962
2005	2872	846	725	849	485	1073
2006	3245	859	1132	967	700	2063
2007	3277	676	1432	1123	639	2080
2008	2959	684	1844	1832	992	2863
2009	1847	323	2329	1700	1250	3500
Multiplica x			5x	4x	3x	8x
Crecimiento Acumulativo Anual			20%	17%	12%	26%

Fuente: DIEA 2010

### Evolución del precio promedio de la tierra en Uruguay, 2000 = 100



<sup>15</sup> 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.

En 2009 el sector forestal estuvo fuertemente afectado hecho que se reflejó en el precio promedio de las transacciones. No obstante, esa situación se revirtió a comienzos de 2010, dado el buen desempeño del sector.



## VI. PLAN DE NEGOCIO DEL PROYECTO

### 1. UBICACIÓN DEL PROYECTO

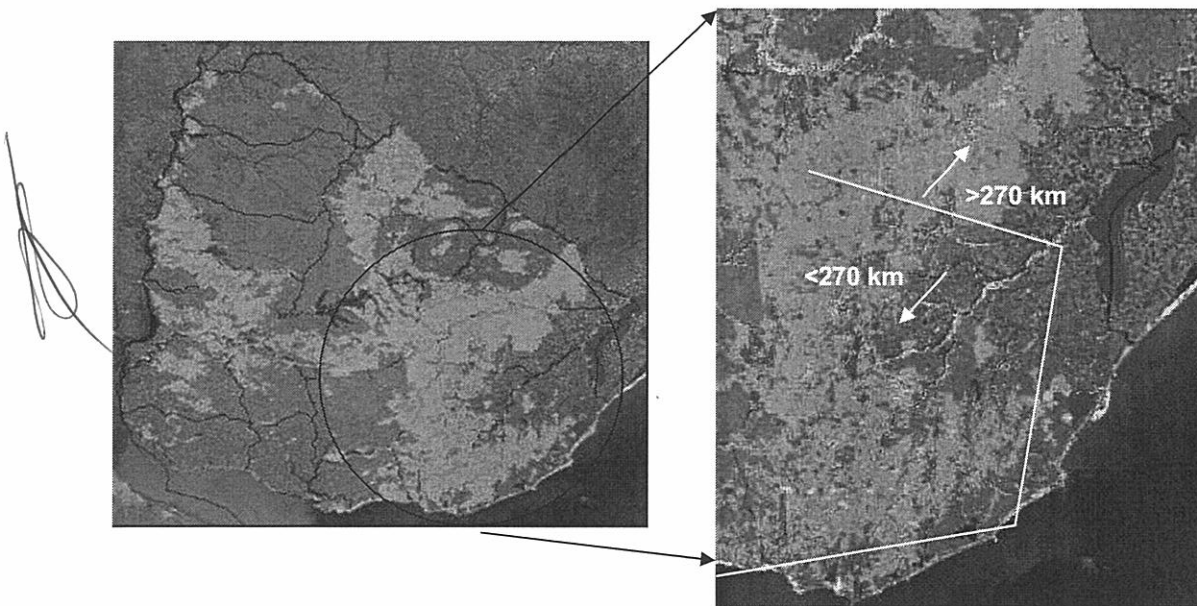
Para optimizar la gestión del emprendimiento forestal, el Administrador procederá a valorar de modo conjunto, los siguientes recursos:

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

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

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

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



En cuanto al acceso y logística de transporte, se buscarán campos con aptitud para plantar las especies del proyecto, con el objetivo que la distancia promedio no supere los 270 km.

Es menester destacar que la zona este, es una región con altas probabilidades de instalación de nuevas industrias de aserrado y de mejoras en la infraestructura ferroviaria.

## 2. ESPECIES A PLANTAR

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

Haciendo referencia al género *Eucalyptus*, Uruguay está entre los cinco países con mayor área plantada en el mundo, detrás de India, Brasil, China y Australia. En la especie *grandis* han plantado a la fecha más de 200.000 hectáreas en el país, mientras que la de *dunnii* supera las 50.000 hectáreas.

### Principales características del Fideicomiso Bosques del Uruguay

	Unidad	Valor
Superficie de campo adquirida	Hectáreas	10.000
Superficie total de campo forestada	Hectáreas	6.700
Aprovechamiento de los Campos	%	67
Plantación de <i>E. grandis</i>	Hectáreas (%)	4.020 (60)
Plantación de <i>E. dunnii</i>	Hectáreas (%)	2.680 (40)
<b>Tiempo a Cosecha Final</b>		
<i>E. grandis</i>	Años	18
<i>E. dunnii</i>		9
<b>Crecimiento Anual (IMA)</b>		
<i>E. grandis</i>	M <sup>3</sup> /ha/año	24
<i>E. dunnii</i>		22
<b>Volumen Total Madera Producida</b>		
Pulpa	Millones de m <sup>3</sup>	2,0
Aserrado		0,72

(Datos estimados)

### Eucalyptus grandis

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

El clima en la distribución natural del eucalipto rosado es subtropical húmedo, con unas temperaturas mínimas promedio durante los meses más fríos de entre 2 y 10°C y unas temperaturas máximas promedio de cerca de 29°C durante los meses más calientes, y con precipitaciones promedio de 1020 y 1780 mm anuales. En cuanto a los usos, la albura del *E. grandis* es de un color rosado pálido y el duramen es de rojo claro a oscuro. La madera tiene una fibra recta, una textura tosca y es moderadamente fuerte. La madera del eucalipto

rosado se usa para la construcción general, ensambladuras, entrepaños, la construcción de botes, pisos, postes para el alambrado, postes de cercas, etc. Como ventajas se puede destacar: rápido crecimiento del árbol, madera de dureza media, fácil para trabajarla, de buen color, de buen comportamiento, de muy buenas propiedades mecánicas (resistencia y elasticidad).

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

### Eucalyptus dunnii

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

### **3. PRODUCCIÓN Y CICLO DE VIDA DE LA PLANTACIÓN**

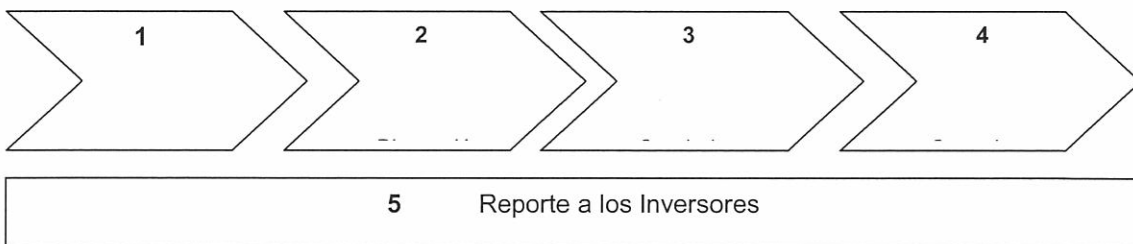
El ciclo de vida de los árboles es de 9 años para el *E. dunnii* y de 18 años para el *E. grandis*. Se asume que se realizará la compra de campos y plantación en dos años (50% en cada uno) y por tanto el proyecto tendrá una duración total estimada de 19 años, con dos turnos para *E. dunnii* y un turno para *E. grandis*. Se planta en una proporción de aproximadamente 60-40% para *grandis* y *dunnii* respectivamente.

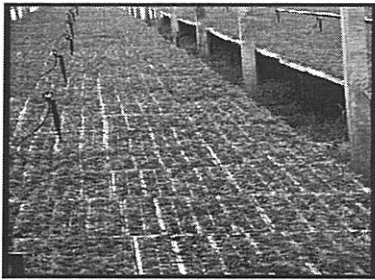
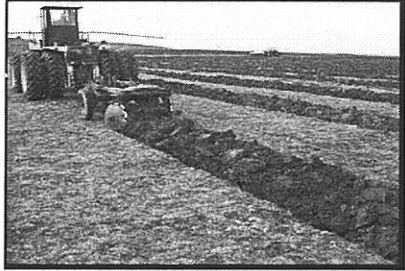
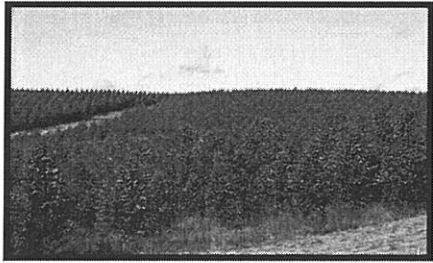


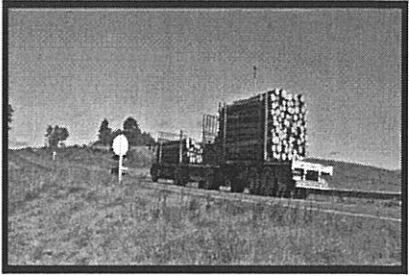
El manejo en ambas especies es bien diferente, comenzando con la elección de los suelos, hasta las técnicas de manejo y silvicultura, selección de material genético, cuidado de la plantación y trabajos de podas.

El proyecto prevé una cosecha de 2,7 millones de m<sup>3</sup> en total, siendo el 74% de madera celulosa o energía. Esta madera provendrá de las dos cosechas finales de *E. dunnii*, y de los raleos y parte de la cosecha final del *E. grandis*. La madera para aserrado surge del raleo en año 14 y de la cosecha final del *E. grandis*. Se estima un volumen de 395 m<sup>3</sup>/ha en promedio considerando las dos cosechas del *E. dunnii* y de 423 m<sup>3</sup>/ha para el *E. grandis*.

A continuación se describen las principales fases del proyecto.

#### **Flujo de actividades físicas del proyecto**



<p><b>Año 0</b></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><b>Año 2</b></p>		
<p>Se realizan aplicaciones de control de malezas y de hormigas.</p>		
<p><b>Año 3 a 9 y 14</b></p>		
<p>La tasa de crecimiento aumenta, y se llevan adelante actividades de control y mantenimiento forestal. En el caso del <i>Eucalyptus grandis</i> se realizan raleos en el año 9 y año 14.</p>		
<p><b>Año 9 y 18</b></p>		
<p>Cosecha final en el año 9 y en el año 18. Se realizan operaciones de manejo de rebrotes para el segundo ciclo en el caso del <i>E. dunnii</i>.</p>		

#### 4. SELECCIÓN DE LOS INMUEBLES RURALES

Teniendo como objetivo una inversión de aproximadamente 10.000 hectáreas de campo, para el proceso de selección, deberán listarse y evaluarse entre 40 y 50 propiedades para la correcta valoración. Se espera la adquisición entre 5 y 8 propiedades para desarrollar la inversión forestal.

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

- Al menos un 50% del total de los suelos del campo sean suelos de prioridad forestal
- Se recaba la información referente a:
  - Caminería;
  - Infraestructura;
  - Topografía;
  - Suelos, presencia de afloramientos rocosos, textura y profundidad;
  - Distancia a los clientes compradores de madera para celulosa (km);
  - Distancia a los clientes compradores de aserradero/tableros (km);
  - Cercanía al patrimonio de otras empresas (km);
  - Cercanía a centros poblados (km).
- Con estos datos se carga un modelo que permite proyectar un flujo de caja y luego se calcula el precio de compra del campo.
- Si hay interés por comprar el campo se hace un análisis de un diseño.

Se ha planificado un plazo máximo de tres años para la compra de todas las propiedades.

Si se diera la opción de contar con ofertas de propiedades muy atractivas pero que estén a más de 270 km de destino de procesamiento, se evaluará esa opción pero sustituyendo al E. dunnii con Pino. Se toma la opción del Pino porque es una madera de mayor valor y por tanto permite pagar fletes más largos.

Existe la posibilidad también de comprar algún campo ya forestado, siempre que se evalúe positivamente la forestación existente.

#### 5. PLANTACIÓN

La plantación se hará en los meses de primavera u otoño por un equipo dirigido por el Administrador. La densidad de plantación es de 1.333 y 1.000 árboles por hectárea para E. dunnii y E. grandis 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\$ 772 y US\$ 742 por hectárea para grandis y dunnii respectivamente.



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

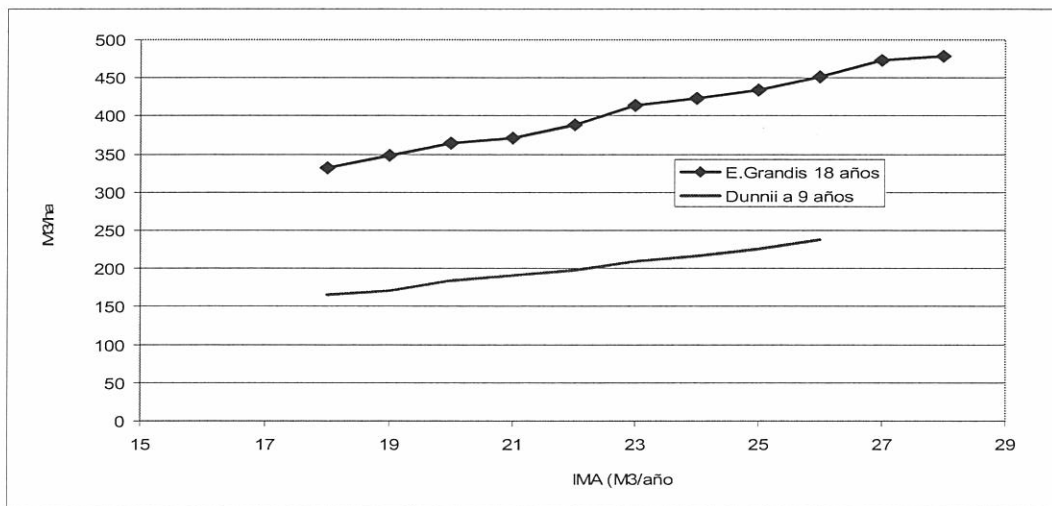
	E. dunnii	E. grandis
Laboreos (marcación del campo, subsolado)	228	221
Herbicidas (antes y después de la plantación)	189	189
Fertilización	131	138
Plantines	168	139
Otros (control de hormigas, etc.)	57	56
<b>Total</b>	<b>772</b>	<b>742</b>

**6. CRECIMIENTO**

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

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

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

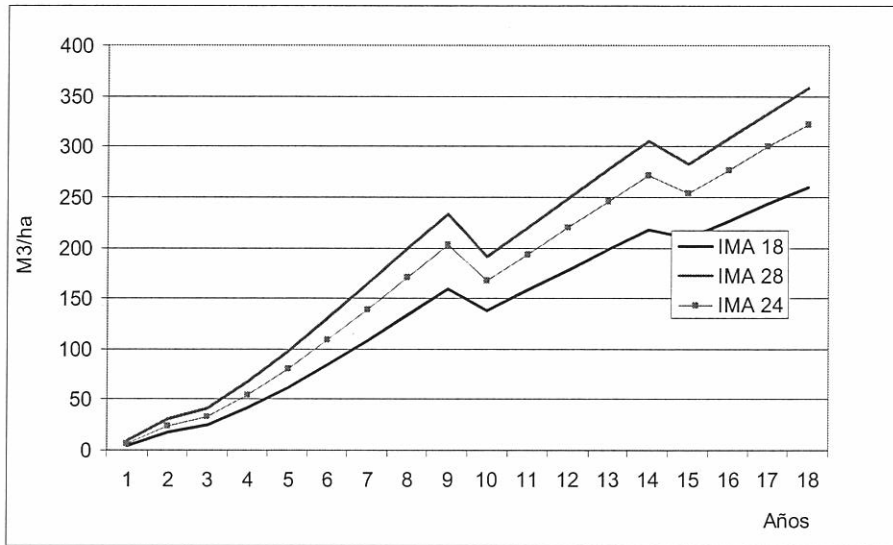


En el E. grandis el objetivo es lograr maderas sin defectos, sin nudos, con lo cual los raleos dejarán los mejores árboles, esto es los de mayor diámetro para el turno final. Se hará en este caso una silvicultura intensiva.

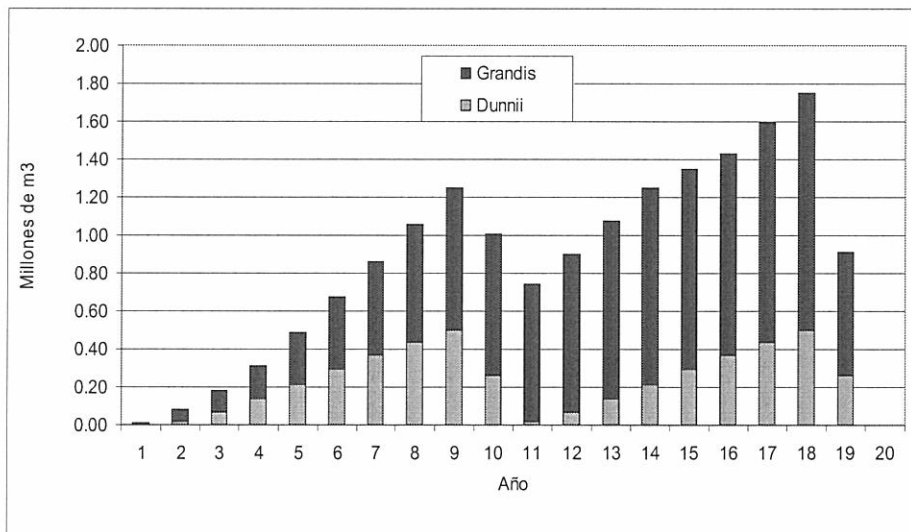




**Evolución del volumen por hectárea para E. grandis según diferente IMA para Bosques del Uruguay.**



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



## 7. SILVICULTURA

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

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

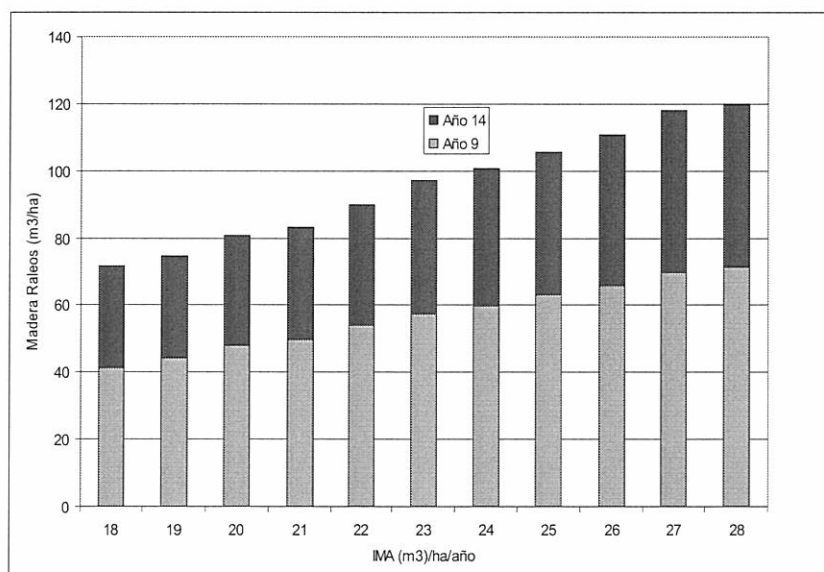
Año	E. dunnii	E. grandis
1	Control Malezas y hormigas	Control Malezas y hormigas
2		Raleo desecho, Poda N° 1 hasta 2,5m – y control de Tocones
3		Poda N° 2 hasta 4 m – 475 arb/ha
4		Poda N° 3 - 6,5m – 475 arb/ha
5		Poda N° 4 hasta 9m - 200arb/ha (incluye marcación)
9	Inventario Precosecha + Control de Hormigas	Control Tocones + Inv. Precosecha
10	Manejo de rebrotes + Control de Malezas	
18	Inventario Precosecha + Control de Hormigas	Control Tocones+ Inv. Precosecha

## 8. PODAS Y RALEOS

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

Para el E. grandis se prevén 3 raleos (año 2, 9 y 14). En el raleo del grandis en el año 9 toda la producción es para pulpa. En el raleo del año 14, aproximadamente un tercio de la producción es madera para aserrío y el restante es para pulpa. Para el proyecto se usará un IMA de 24 m<sup>3</sup>, lo cual arroja unos 100 m<sup>3</sup>/ha de madera de raleos.

Madera producida en 2<sup>do</sup> y 3<sup>er</sup> raleo en E. grandis según diferentes IMAs



## 9. COSECHA FINAL

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

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

## 10. REPORTES DEL ADMINISTRADOR

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

Se reporta en la siguiente forma:

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

## 11. ESTÁNDARES DE PROCESO

El Fideicomiso Bosques del Uruguay 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).

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

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

## 12. RELACIÓN CON PROVEEDORES

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

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

- Control de malezas,
- Plantación,
- Laboreo,
- Control de hormigas,



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

**(a) Selección de Proveedores**

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

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

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

**(b) Evaluación de Proveedores**

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

Además se tendrá en cuenta para estos proveedores:

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

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

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

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

**(c) Documentación debida por los contratistas**



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

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

<b>Documento</b>	<b>Periodicidad</b>
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	Antes de comenzar trabajos y mensualmente en la fecha estipulada si hubieran modificaciones o vencimientos.
Contratos de trabajo	Antes de comenzar trabajos y mensualmente cada vez que ingresa un nuevo operario
Pago de B.S.E. Vehículos. (Para vehículos con capacidad de transporte de más de 6 pasajeros se utiliza un seguro especial dependiendo del Dpto.).	Mensualmente o una vez en caso de que el pago haya sido anual y luego en cada renovación.
Pago de B.S.E. Funcionarios	Mensualmente siempre que corresponda seguro aparte.

Control diario de operarios	Mensualmente
Detalle del personal que trabajó para el Administrador. Especificando Nombre y Apellido, C.I. y Categoría	Mensualmente

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

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

### 13. PLAN COMERCIAL

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

El Fideicomiso Bosques del Uruguay tiene proyectado producir 2,7 millones de m<sup>3</sup> para comercializar

- 1,7 millones de m<sup>3</sup> de E. grandis; 1,0 millones de m<sup>3</sup> para E. dunnii.
- 2 millones de m<sup>3</sup> para pulpa y 0,7 millones para aserrado.

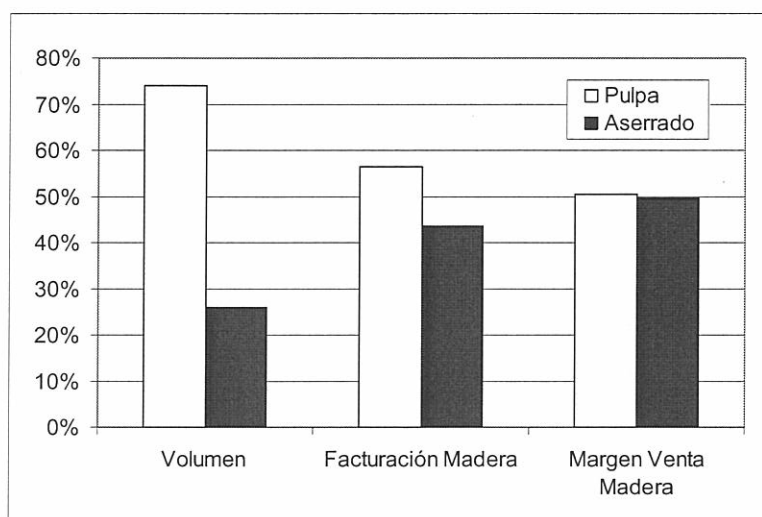
**Producción de madera a comercializar (m<sup>3</sup>):**

	Grandis	Dunnii	Total Proyecto	Por Ha proyecto
Pulpa	244	395	2,039,420	304
Aserrado	179		719,506	107
Total	423	395	2,758,926	412

El proyecto busca un perfil equilibrado en el mix de productos, esto es en la madera con destino a la producción de pulpa (triturado) o al procesamiento como madera sólida. En términos de volumen, las ¾ partes del proyecto tienen como destino la producción de pulpa.

No obstante, si se observa en términos de facturación, esta proporción baja a un 56%, y si se toma en términos de aporte al margen, es mitad y mitad.

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



Los ingresos por venta del proyecto provienen de la venta de madera, venta de la tierra al final del proyecto, ingresos por pastoreo, e ingresos por venta de certificados de carbono. A lo largo del ciclo del proyecto, la facturación proyectada sumará US\$ 405 millones. El 76% de las ventas totales del proyecto corresponden a la venta de madera.

#### Las actividades en la venta de madera se darían en:

Año del Árbol	Actividad	Volumen Pulpa (m <sup>3</sup> /hectárea)	Volumen Aserrado (m <sup>3</sup> /hectárea)
9	Venta de raleo E. Grandis	60	
9	Cosecha E. dunnii	197	
14	Raleo de E. grandis	28	13
18	Cosecha de E. grandis	156	166
18	Cosecha E. dunnii	197	

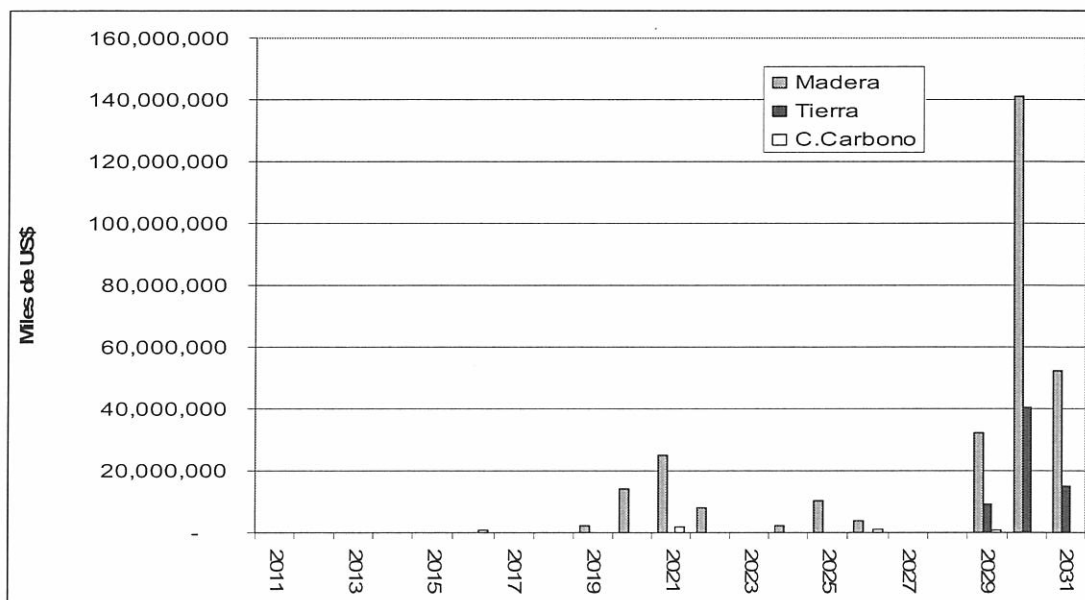
Respecto a los precios, se han tomado referencias de US\$ 45 por m<sup>3</sup> para pulpa de dunnii y grandis, y una referencia de US\$ 90 por m<sup>3</sup> para los rolos de grandis para Aserrado. Estas son referencias promedio puestas en destino para rolos de más de 30 cm de diámetro.

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

Para el pastoreo se toma un ingreso promedio por hectárea de US\$ 9 por concepto de arrendamiento.

El proyecto está diseñado para que se haga la plantación en dos años, con lo cual habrá ventas en 6 años.

**Ventas de Bosques del Uruguay**



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

#### Certificados de Reducción de Emisiones

Las plantaciones forestales secuestran CO<sub>2</sub> de la atmósfera contribuyendo así a disminuir el efecto invernadero. Es por este motivo que, diseñados de forma correcta, los proyectos forestales podrían ser elegibles a los Mecanismos de Desarrollo Limpio (MDL) establecidos por el Protocolo de Kyoto, y comercializar los créditos de carbono en el mercado regulado.

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

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

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



Años	Hectáreas Plantadas	Toneladas de Carbono Secuestradas Acumuladas	Certificados Emitidos en Toneladas.
2010		-	
2011	1.200	-	
2012	1.500	9.391	
2013	1.320	48.341	
2014		106.430	
2015		187.830	
2016		285.807	142.903
2017		417.382	
2018		562.849	
2019		717.737	
2020		878.424	
2021		939.821	327.007
2022		967.304	
2023		999.150	
2024		1.133.366	
2025		1.267.551	
2026		1.334.022	197.100
2027		1.379.512	
2028		1.429.443	
2029		1.547.466	106.722
2030		1.131.682	
2031		547.536	

A modo de referencia podemos mencionar que los precios de los certificados de reducción de emisiones provenientes de proyectos forestales alcanzaron valores superiores a los 5 Euros por lo que su aporte influiría significativamente sobre el flujo de fondos del proyecto (precio esperado considerado es de 3,5 Euros)

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

#### 14. COSTOS OPERATIVOS

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

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

##### (a) Costos del Administrador Forestal

Las actividades del Administrador forestal incluyen exclusivamente:



- (a) Ejecutar el Plan de Negocios, administrando los Bienes Fideicomitidos a tal fin.
- (b) Seleccionar y analizar los Inmuebles a adquirir y llevar adelante las negociaciones para la adquisición de los mismos. Previo a realizar las compras, el Administrador deberá enviar al Comité de Vigilancia con al menos 5 Días Hábiles de anticipación a realizarse la compra, copia de los informes elaborados sobre el campo a adquirir.
- (c) Gestionar, coordinar, controlar y contratar las actividades con las empresas tercerizadas, siendo de cargo del Fideicomiso los costos por la contratación de éstas, de conformidad con lo dispuesto en la Cláusula 34.
- (d) Comercializar la madera resultante de las plantaciones que se realicen en los Inmuebles.
- (e) Llevar adelante otras negociaciones y actividades para el manejo de la explotación forestal, incluyendo el otorgamiento de predios en pastoreo.
- (f) Preparación y coordinación para la certificación de los bosques (por ejemplo: bajo el estándar FSC).
- (g) Preparación de los reportes mensuales, trimestrales y anuales detallados en el Plan de Negocios.
- (h) Llevar adelante todas las tareas necesarias para el relacionamiento con el entorno en donde se encuentran localizados los Inmuebles.
- (i) Negociar los contratos que sean necesarios con los proveedores.
- (j) Realizar los controles de ejecución y calidad de los proveedores y terceros que se contraten para desarrollar las actividades.
- (k) Exigir y cumplir con todas las normativas, leyes, y obligaciones pertinentes al sector y al país.
- (l) Recorrer los Inmuebles para definir técnicas que aseguren el estado sanitario de los Bosques.
- (m) Planificar y dirigir la prevención y combate de incendios.
- (n) Percibir de los Deudores cualquier suma que éstos deban abonar al Fideicomiso. A estos efectos, el Administrador podrá iniciar las acciones que sean necesarias para reclamar dichos pagos.
- (o) Realizar pagos a cualquier acreedor del Fideicomiso, utilizando a tal fin los fondos que se transfieran a la Cuenta Operativa de acuerdo a lo que se establece en el presente Contrato. El Administrador tendrá acceso a los saldos y movimientos de las Cuentas, pero únicamente tendrá facultades para girar sobre los fondos depositados en la Cuenta Operativa.
- (p) Realizar todas las compras y contrataciones que resulten necesarias a fin de ejecutar el Plan de Negocios.
- (q) Confeccionar el presupuesto anual del Fideicomiso de acuerdo al Plan de Negocios (el "Presupuesto"), el cual deberá ser puesto a disposición del Fiduciario y de los Titulares antes de los 15 Días Hábiles del comienzo de cada Ejercicio Anual de que se trate. El Presupuesto deberá estimar los costos, gastos y demás pagos que deba realizar el Administrador en virtud de la administración de los Bienes Fideicomitidos durante el período presupuestado, en todos los casos indicando su relación y grado de cumplimiento con el Plan de Negocios, así como toda otra información que el Administrador o el Fiduciario estimen relevante. El Presupuesto indicará el monto a ser depositado por el Fiduciario en la Cuenta Operativa que se estime necesario para el cumplimiento del Plan de Negocios durante el período abarcado por el Presupuesto de que se trate.
- (r) Elaborar los informes trimestrales de gestión de acuerdo a la Cláusula 33 de este Contrato, en el cual se indique el desarrollo del programa de inversiones como así también cualquier información que pudiera resultar relevante a los Beneficiarios. Asimismo deberá informar al Fiduciario inmediatamente de ocurrido cualquier hecho o acto relacionado con la ejecución del Plan de Negocios que pudiera incidir considerablemente en la inversión realizada por los Titulares.
- (s) Elaborar reportes trimestrales al Comité de Vigilancia, informando sobre las compras de agroquímicos detallándose: los precios de los mismos, su comparación con otras opciones del mercado y el proveedor.

- (t) Determinar al finalizar cada Cierre de Ejercicio los Fondos Netos Distribuibles e informarlo al Fiduciario para efectuar los pagos que correspondan.
- (u) Proponer a la Asamblea de Titulares la venta anticipada, de parte o el total de los Activos, en casos que entienda que exista una oportunidad que pueda resultar atractiva para los Titulares.

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

Para la retribución del Administrador, en primer lugar se establece un pago anual fijo de US\$ 511.000, los cuales se multiplicarán por los siguientes coeficientes que toman en cuenta la intensidad de actividades durante ciclo forestal:

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



Esta retribución se ajustará asimismo, cada año, según una paramétrica que incluye: precio del dólar billete interbancario, precio del gasoil, Índice Medio de Salarios e Índice de Precios al Consumo (IPC) anual.

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

En segundo lugar, se establece una compensación por desempeño ("performance fee"), en caso que la Tasa de Retorno ("TIR") del proyecto sea superior al 6%, percibiendo el Administrador un 15% del retorno adicional. En ese caso, se hará el pago al año 20 o antes si los inversores se retiren o liquiden la inversión.

### **(b) Costos de Silvicultura**

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

### **(c) Costos de Mantenimiento**

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

- Prevención y Combate de Incendios): 15
- Seguros: 15
- Mantenimiento de alambrados/casas: 5
- Contribución Inmobiliaria: 2
- Inventarios y certificación FSC: 3.5

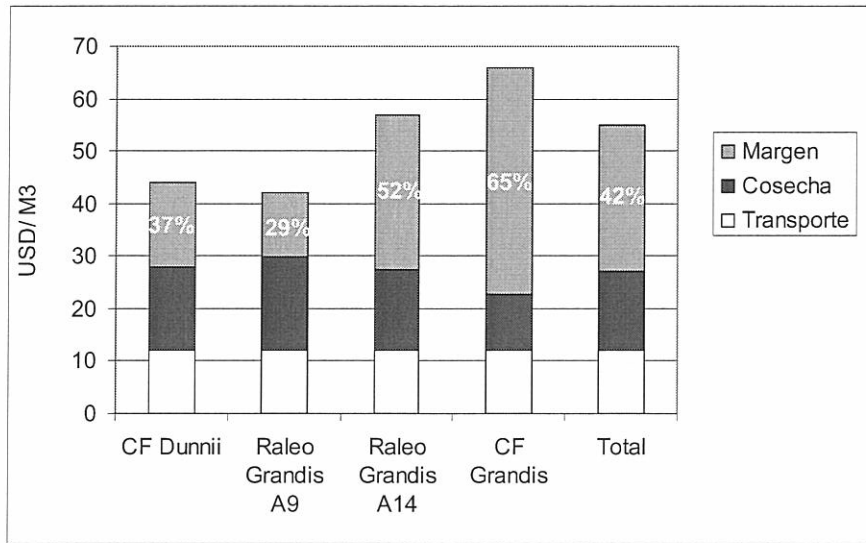
### **(d) Costos de Cosecha y Transporte**

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

	E. dunnii	E. grandis
Raleos y Cosecha Final		
Raleo Año 9		18
Raleo Año 14		15.5
Cosecha Final	16	10.9
Transporte (270 km)	12.9	12.9

Es decir que el costo de cosecha y transporte representa un 63% del precio final en el caso de la cosecha final del *E. dunnii* y un 35% en la cosecha final del *E. grandis* (en este último el precio ponderado es mejor ya que hay mitad de la producción con destino aserrado).

### Costos de cosecha y transporte en relación al precio de venta



## VII. AUTORIZACIONES PREVIAS

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

### 1. PODER EJECUTIVO

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

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

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

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

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

### 2. DIRECCIÓN FORESTAL DEL MGAP

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

En forma sucinta debe presentarse información referente a<sup>16</sup>:

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

<sup>16</sup> El formulario completo puede verse en: <http://www.mgap.gub.uy/Forestal/InstructivoAprobacionplan.doc>

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

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

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

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

### **3. DIRECCIÓN NACIONAL DE MEDIO AMBIENTE (DINAMA)**

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

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

La duración de este proceso es de 2 meses aproximadamente.

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



## VIII. 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 (2011-2031).

Como tasa de descuento de los flujos de fondos, se calculó la tasa de Costo Promedio Ponderado de Capital (o WACC - Weighted Average Cost of Capital), utilizando la metodología del Modelo de Fijación de Precios de Activos de Capital (CAPM - Capital Asset Pricing Model).

Para ello, se utilizaron las siguientes variables:

- Rendimiento de los bonos del tesoro Norteamericano con vencimiento a 10 años
- Prima de riesgo de mercado (promedio geométrico, periodo 1977-2009)
- Riesgo país (UBI a julio de 2010)
- Beta del sector Paper/Forest Products (Aswath Damodaran – actualizado a enero 2010)

Debido a que la inversión se financia en un 100% con Certificados de Participación, la tasa de Costo Promedio Ponderado de Capital estimada, coincide con la tasa de Costo del Capital Propio, situándose en el 7,55%.

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
- Venta de tierra
- Venta de Certificados de Carbono
- Pastoreos





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

Las ventas de madera previstas surgen de las siguientes actividades:

- Plantación de Eucalyptus Dunnii:
  - Destino: madera para pulpa
  - 2.680 has. Plantadas
  - Dos turnos de plantación (año 9 y 18)
- Plantación de Eucalyptus Grandis:
  - Destino: 49% de madera para pulpa y 51% madera para aserrado
  - 4.020 has. Plantadas
  - Dos raleos (año 9 y 14)
  - Cosecha en el año 18

Se supuso un aprovechamiento del campo del 67% de las hectáreas totales adquiridas (10.000 has.), de las cuales el 40% se planta con Dunnii y el 60% con Grandis.

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

- Dunnii – Pulpa US\$/m<sup>3</sup>      45
- Grandis
  - Pulpa US\$/m<sup>3</sup>      45
  - Aserrado US\$/m<sup>3</sup>      90
- Pastoreo – US\$      9 por hectárea total

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

El precio de la tierra se fijó en US\$ 2.700 por hectárea, con US\$ 90 de gastos y un crecimiento real anual del 3%.

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

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



### 3. INVERSIONES Y FINANCIAMIENTO

El 100% de la inversión se realiza con Certificados de Participación en el año cero. La misma asciende a US\$ 50 millones y comprende los siguientes conceptos:

- Inversión en compra de tierras (10.000 has.)
- Implantación de bosques
- Inversión en capital de trabajo
- Gastos operativos a incurrir hasta el año 9 (2019), incluyendo los impuestos correspondientes y excluyendo los ingresos por pastoreo. En el año 2020 se producirán los primeros ingresos por venta de madera (raleos en los bosques de grandis).

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



#### 4. ESTADOS CONTABLES PROYECTADOS DEL FIDEICOMISO

En base a la información presentada anteriormente, se proyectaron los Estados de Resultados, de Situación Patrimonial y Estado de Flujos de Efectivo del Fideicomiso para el periodo 2011-2031.

Estados de Resultados  
USD

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	
<b>Ingresos operativos</b>																						
Venta de madera	-	-	-	-	-	-	-	-	-	10,760,314	29,433,718	10,984,560	-	-	11,842,487	5,280,269	-	-	-	105,704,231	73,883,374	
Venta de tierra	-	-	-	-	-	712,353	-	-	-	-	1,855,225	-	-	-	-	1,276,620	-	-	-	62,151,782	28,242,501	
Ingresos certificado carbono	-	-	-	-	106,085	105,205	112,417	115,723	119,127	122,631	126,237	129,850	133,772	137,707	141,757	145,926	150,218	154,636	159,184	163,866	168,606	173,475
Ingresos por pasivacion	-	-	-	82,443	106,085	821,557	112,417	115,723	119,127	122,631	126,237	129,850	133,772	137,707	141,757	145,926	150,218	154,636	159,184	163,866	168,606	173,475
Ingresos por venta	-	-	-	82,443	106,085	821,557	112,417	115,723	119,127	122,631	126,237	129,850	133,772	137,707	141,757	145,926	150,218	154,636	159,184	163,866	168,606	173,475
<b>Crecimiento de bosques</b>	-	-	-	0	-	3,071,664	7,071,405	8,692,303	9,919,840	10,758,429	15,135,316	247,554	5,159,212	11,188,309	13,076,967	20,848,658	8,078,271	10,974,995	15,782,931	16,833,294	5,340,814	
<b>Costo de ventas</b>																						
Costo de ventas bosques	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(3,685,142)	(11,323,119)	(4,371,678)	-	-	(6,451,346)	(2,891,824)	-	-	-	(104,126,285)	(46,716,633)	
Costo de ventas tierra	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(3,685,142)	(11,323,119)	(4,371,678)	-	-	(6,451,346)	(2,891,824)	-	-	-	(19,726,000)	(8,454,000)	
<b>Costos operativos</b>																						
Coches y flete	-	-	-	-	-	-	-	-	-	7,075,172	18,110,599	6,612,882	-	-	5,394,141	2,378,445	-	-	-	61,577,945	27,166,741	
Costos de estructuración	124,500	186,275	182,666	192,666	198,333	204,166	210,171	216,353	222,716	229,266	236,010	242,851	250,087	257,452	265,045	272,868	280,843	289,104	297,607	306,360	315,370	
Impuesto al Patrimonio	738,088	323,782	166,784	159,270	135,614	117,392	102,424	90,808	80,922	72,638	65,814	59,426	53,358	47,582	42,096	36,890	31,959	27,272	22,818	18,582	14,566	10,670
Costos certificados de carbono	198,560	-	43,800	43,800	43,800	43,800	43,800	43,800	43,800	43,800	43,800	43,800	43,800	43,800	43,800	43,800	43,800	43,800	43,800	43,800	43,800	
Fee administrador	511,000	816,536	848,557	877,674	602,326	620,041	319,139	328,525	1,014,563	696,269	716,747	368,914	379,764	781,868	804,884	414,268	426,463	1,316,986	1,355,721	930,397	11,669,769	
<b>Total costos operativos</b>	(834,060)	(1,744,625)	(1,358,593)	(1,300,925)	(959,929)	(1,113,969)	(646,702)	(647,302)	(1,371,887)	(8,069,350)	(19,554,152)	(7,360,895)	(756,112)	(1,188,010)	(6,546,948)	(3,659,512)	(866,829)	(1,748,575)	(1,967,966)	(62,905,320)	(40,349,445)	
<b>Amortizaciones de bienes de uso</b>																						
<b>Resultado operativo</b>	(834,060)	(1,744,625)	(1,358,593)	(1,218,482)	(853,844)	2,779,252	6,536,860	8,160,725	8,667,080	9,886,881	15,683,226	(370,598)	4,536,872	10,138,005	12,062,917	21,190,138	7,361,660	9,381,056	14,703,625	58,095,548	12,197,216	
<b>Resultados financieros</b>	-	865,515	574,561	354,607	236,573	178,881	130,921	94,448	65,944	12,212	26,622	115,109	165,806	154,315	117,104	157,711	254,182	235,754	184,680	135,221	1,371,857	
<b>Resultado antes impuestos</b>	(834,060)	(879,110)	(784,032)	(863,874)	(617,271)	2,958,132	6,667,781	8,255,172	8,733,025	9,899,094	15,709,848	(255,490)	4,702,678	10,292,321	12,180,021	21,347,849	7,615,842	9,616,810	14,888,315	58,230,769	13,569,072	
<b>Impuesto a la Renta</b>	-	(2,140)	(16,025)	-	(38,719)	-	-	-	-	-	(1,897,287)	(692,759)	(26,626)	-	-	(226,264)	(38,056)	-	(39,374)	(10,180,320)	(2,897,672)	
<b>RESULTADO DEL EJERCICIO</b>	(834,060)	(881,250)	(800,057)	(863,874)	(617,271)	2,919,414	6,667,781	8,255,172	8,733,025	9,899,094	14,012,561	(948,249)	4,676,051	10,292,321	12,180,021	21,121,584	7,577,786	9,616,810	14,848,942	48,050,450	11,471,401	

Estados de situación patrimonial USD

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031		
<b>ACTIVO CORRIENTE</b>																							
Disponibilidades:	1.729	2.829	2.507	2.676	2.765	2.836	2.919	3.005	3.093	3.184	3.279	3.376	3.474	3.574	3.675	3.778	3.882	3.987	4.015	4.133	4.256	4.384	
Inversiones Temporarias	26.517.459	14.651.318	10.334.267	8.043.470	6.061.843	4.451.311	3.211.231	2.242.112	1.522.222	1.015.150	683.891	463.296	313.691	204.723	139.545	92.522	61.258	40.915	27.800	18.882	12.888	8.954	6.054
Cuentas por Ventas	-	-	-	8.610	8.840	9.100	9.368	9.644	9.927	10.213	10.507	10.807	11.113	11.426	11.746	12.072	12.404	12.741	13.083	13.430	13.782	14.139	14.501
Cuentas por Prestaciones	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
DSD	142.870	1.294.150	2.115.405	2.665.010	2.847.376	3.032.869	3.224.727	3.423.065	3.627.892	3.839.319	4.057.456	4.281.304	4.510.861	4.746.131	4.987.124	5.233.852	5.486.326	5.744.657	6.008.854	6.278.918	6.554.950	6.837.061	7.125.252
<b>TOTAL ACTIVO CORRIENTE</b>	26.661.828	15.948.100	12.452.255	10.618.005	9.600.384	7.805.136	6.228.345	4.673.845	3.263.214	2.064.524	1.307.916	817.916	517.289	313.289	173.289	92.522	61.258	40.915	27.800	18.882	12.888	8.954	6.054
<b>ACTIVO NO CORRIENTE</b>																							
Terceros	23.544.000	28.180.000	28.180.000	28.180.000	28.180.000	28.180.000	28.180.000	28.180.000	28.180.000	28.180.000	28.180.000	28.180.000	28.180.000	28.180.000	28.180.000	28.180.000	28.180.000	28.180.000	28.180.000	28.180.000	28.180.000	28.180.000	28.180.000
Bienes de Uso	19.000	4.240.462	8.038.010	7.811.028	8.840.205	12.205.549	20.028.545	29.662.440	39.825.291	47.820.390	54.379.170	60.323.104	65.664.313	71.304.313	77.142.288	83.184.313	89.430.313	95.872.313	102.504.313	109.324.313	116.334.313	123.534.313	130.924.313
Amortizaciones Acumuladas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE</b>	23.563.000	32.420.462	36.218.010	35.991.028	37.020.205	40.385.549	48.208.545	57.842.440	68.005.291	79.640.390	92.559.170	106.646.204	121.848.627	138.488.627	156.326.588	175.364.627	195.602.640	217.174.653	240.078.666	264.308.679	289.868.692	316.758.705	344.908.718
<b>TOTAL ACTIVO</b>	50.224.828	48.368.562	48.670.265	46.609.033	46.620.589	48.190.685	54.436.890	62.516.285	71.268.505	81.904.914	93.867.086	106.464.120	129.315.911	151.803.911	173.509.877	198.564.627	224.480.640	250.074.563	277.878.613	306.958.679	337.732.699	369.702.715	405.612.967
<b>PASIVO</b>																							
<b>PASIVO CORRIENTE</b>																							
Deudas comerciales y financieras	59.958	83.878	86.236	89.195	66.722	68.684	44.199	43.405	103.107	666.726	602.062	59.488	602.062	602.062	59.488	602.062	602.062	59.488	602.062	602.062	59.488	602.062	602.062
Deudas con el Estado	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Deudas con Instituciones financieras	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>TOTAL PASIVO CORRIENTE</b>	59.958	83.878	86.236	89.195	66.722	68.684	44.199	43.405	103.107	666.726	602.062	59.488	602.062	602.062	59.488	602.062	602.062	59.488	602.062	602.062	59.488	602.062	602.062
<b>PASIVO NO CORRIENTE</b>																							
Reservas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Reservas de Retención	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>TOTAL PASIVO NO CORRIENTE</b>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>TOTAL PASIVO</b>	59.958	83.878	86.236	89.195	66.722	68.684	44.199	43.405	103.107	666.726	602.062	59.488	602.062	602.062	59.488	602.062	602.062	59.488	602.062	602.062	59.488	602.062	602.062
<b>PATRIMONIO</b>																							
Reservas de Retención	50.000.000	50.000.000	50.000.000	50.000.000	50.000.000	50.000.000	50.000.000	50.000.000	50.000.000	50.000.000	50.000.000	50.000.000	50.000.000	50.000.000	50.000.000	50.000.000	50.000.000	50.000.000	50.000.000	50.000.000	50.000.000	50.000.000	50.000.000
Reservas Acumuladas	1.729	2.829	2.507	2.676	2.765	2.836	2.919	3.005	3.093	3.184	3.279	3.376	3.474	3.574	3.675	3.778	3.882	3.987	4.015	4.133	4.256	4.384	
Reservas de Ejercicio	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	51.729	52.829	52.507	52.676	52.765	52.836	52.919	53.005	53.093	53.184	53.279	53.376	53.474	53.574	53.675	53.778	53.882	53.987	54.015	54.133	54.256	54.384	
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b>	110.224.828	100.697.140	97.348.521	93.208.061	93.241.214	98.876.329	108.630.889	115.521.690	131.273.705	151.545.304	166.426.148	185.910.202	211.164.113	245.292.524	273.016.454	307.129.254	343.982.280	389.152.121	442.957.176	504.936.792	577.691.371	662.461.482	760.521.711

Estados de flujo de fondos  
USD

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	
<b>Actividades Operativas</b>																						
Resultado Neto	(834.860)	(881.250)	(800.057)	(863.874)	(617.271)	2.919.414	6.667.781	8.255.172	8.733.025	9.899.094	14.012.961	(948.249)	4.676.051	10.292.321	12.180.021	21.121.564	7.577.766	9.616.610	14.848.942	48.050.450	11.471.401	
+ Amortizaciones	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(247.554)	(5.159.212)	(11.188.309)	(13.076.597)	(20.846.658)	(8.078.271)	(10.974.995)	(15.782.931)	(16.833.294)	(5.340.814)	
- Crecimiento de bosques	-	-	-	(0)	-	(3.071.664)	(7.071.145)	(8.692.393)	(9.919.840)	(10.758.429)	(15.135.116)	(247.554)	(5.159.212)	(11.188.309)	(13.076.597)	(20.846.658)	(8.078.271)	(10.974.995)	(15.782.931)	(16.833.294)	(5.340.814)	
+ Costo de ventas bosques	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3.695.142	11.323.118	4.371.678	-	-	6.421.346	2.301.624	-	-	-	104.126.285	46.716.633	
+ Costo de ventas tierras	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	19.726.000	8.458.000	
Variación caja mínima	(1.729)	(910)	52	(89)	(79)	(81)	(83)	(86)	(88)	(84.357)	(153.363)	159.584	91.746	(102)	(74.982)	41.735	32.523	(115)	(118)	(855.371)	859.504	
Variación créditos por venta	-	-	-	(6.870)	(1.970)	(260)	(269)	(276)	(284)	(896.995)	(1.556.418)	1.537.120	915.061	(328)	(967.211)	546.504	439.665	(369)	(379)	(18.989.391)	19.001.667	
Variación de terrenos	(142.570)	(1.151.480)	(851.256)	(449.655)	(932.265)	(415.514)	(241.837)	(194.358)	(348.877)	0	1.637.287	692.759	26.626	0	0	226.264	38.056	(0)	39.374	1.427.586	(0)	
Variación DCA	52.858	30.920	2.358	2.359	(22.474)	1.962	(24.379)	1.237	97.700	563.619	921.887	(986.551)	(549.574)	34.122	451.609	(299.959)	(196.520)	74.899	3.936	5.096.781	(5.234.558)	
Variación otras deudas corrientes	(975.501)	(2.002.715)	(1.618.903)	(1.317.479)	(1.024.160)	(566.142)	(670.128)	(610.532)	(1.478.364)	2.394.083	11.109.757	4.578.737	700	(662.796)	4.944.015	3.706.295	(186.381)	(1.283.768)	(891.176)	141.790.056	75.927.873	
<b>FF Actividades Operativas</b>	(13.000)	(4.227.462)	(2.698.148)	(973.318)	(937.387)	(1.084.491)	(569.951)	(338.587)	(348.525)	(629.319)	(931.253)	(575.441)	(391.373)	(402.884)	(414.733)	(426.931)	(439.488)	(452.414)	(790.777)	(622.826)	(148.056)	
<b>Actividades de Inversión</b>																						
Implantación de bosques	(22.544.000)	(5.636.000)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Inversión en terrenos y otros activos	(22.557.000)	(9.863.462)	(2.698.148)	(973.318)	(937.387)	(1.084.493)	(569.951)	(338.587)	(348.525)	(629.319)	(931.253)	(575.441)	(391.373)	(402.884)	(414.733)	(426.931)	(439.488)	(452.414)	(790.777)	(622.826)	(148.056)	
<b>FF Actividades de Inversión</b>	(22.557.000)	(9.863.462)	(2.698.148)	(973.318)	(937.387)	(1.084.493)	(569.951)	(338.587)	(348.525)	(629.319)	(931.253)	(575.441)	(391.373)	(402.884)	(414.733)	(426.931)	(439.488)	(452.414)	(790.777)	(622.826)	(148.056)	
<b>Actividades de Financiamiento</b>																						
Aportes (Retiros) de Capital	50.000.000	-	-	-	-	-	-	-	-	(1.274.837)	(7.169.863)	(2.279.852)	-	-	(3.148.697)	-	-	-	-	(99.081.606)	(122.422.907)	
Pago de Dividendos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Variación deudas financieras	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
<b>FF Actividades de Financiamiento</b>	50.000.000	-	-	-	-	-	-	-	-	(1.274.837)	(7.169.863)	(2.279.852)	-	-	(3.148.697)	-	-	-	-	(99.081.606)	(122.422.907)	
<b>Flujo de Fondos del Periodo</b>	26.517.499	(11.865.183)	(4.317.051)	(2.290.297)	(1.964.527)	(1.630.633)	(1.240.079)	(966.130)	(899.038)	(489.038)	3.098.541	1.773.705	(390.673)	(1.265.180)	1.380.615	3.279.363	(625.870)	(1.736.187)	(1.681.953)	42.045.624	(46.643.139)	
Saldo Inicial Inversiones temporarias	26.517.499	14.651.318	10.334.267	8.043.470	6.081.943	4.551.311	3.211.231	2.242.112	415.222	905.150	3.913.691	5.637.396	5.246.723	3.981.548	5.362.157	8.641.531	8.015.651	6.279.469	4.597.515	46.643.139	-	
<b>Saldo Final Inv. Temporarias</b>	26.517.499	14.651.318	10.334.267	8.043.470	6.081.943	4.551.311	3.211.231	2.242.112	415.222	905.150	3.913.691	5.637.396	5.246.723	3.981.548	5.362.157	8.641.531	8.015.651	6.279.469	4.597.515	46.643.139	-	

## 5. PROYECCIÓN DE FUENTES Y USOS DE FONDOS

El flujo de fondos del proyecto muestra las siguientes cifras:

Flujo de fondos para evaluación  
USD

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	
<b>Fondos provenientes de operaciones</b>																						
Utilidad neta antes de impuestos	(634,060)	(879,110)	(784,032)	(863,874)	(617,271)	2,568,132	6,667,781	8,256,172	8,733,025	9,899,094	15,709,848	(256,480)	4,702,678	10,292,321	12,180,021	21,347,848	7,616,822	9,616,810	14,888,319	58,230,769	13,569,073	
Alquiler	-	-	-	-	-	(3,071,604)	(7,071,145)	(8,682,303)	(9,919,840)	(10,759,429)	(15,135,316)	(247,554)	(5,159,212)	(11,188,309)	(13,076,967)	(20,848,658)	(8,076,271)	(10,974,895)	(15,782,931)	(16,833,264)	(5,340,814)	
Costo de mantenimiento de boques	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3,685,142	11,323,118	4,371,678	-	-	-	-	-	-	-	104,126,285	48,716,633	
Costo de ventas boques	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	19,726,000	8,454,000	
Costo de ventas tierras	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Amortizaciones	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Intereses	-	(865,515)	(974,561)	(354,607)	(236,573)	(178,881)	(130,921)	(94,448)	(65,944)	(12,212)	(26,622)	(115,109)	(165,806)	(154,315)	(117,104)	(167,711)	(251,162)	(205,754)	(184,600)	(105,221)	(1,371,857)	
	(834,060)	(1,744,625)	(1,358,593)	(1,218,482)	(853,844)	(292,412)	(534,263)	(331,576)	(1,252,760)	2,813,594	11,871,038	3,753,535	(622,340)	(1,050,303)	5,437,295	3,243,935	(716,611)	(1,233,938)	(1,079,366)	365,114,532	62,027,036	
<b>Impuestos</b>																						
Impuesto a la renta	142,670	2,140	16,035	449,605	392,366	415,514	241,837	184,358	348,877	1,898,608	1,898,608	602,759	20,028	317,265	1,515,668	226,264	38,056	452,871	537,703	10,180,320	2,097,672	
IVA	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	788,342	252,293	
Certificados utilizados	142,670	1,153,619	837,281	449,605	392,366	454,232	241,837	194,358	348,877	1,898,608	(8,096,101)	(2,408,831)	(23,128)	(37,283)	(1,312,668)	(894,000)	(230,346)	(52,871)	(971,071)	(19,393,852)	(6,078,637)	
	142,670	1,153,619	837,281	449,605	392,366	454,232	241,837	194,358	348,877	1,898,608	(8,096,101)	(2,408,831)	(23,128)	(37,283)	(1,312,668)	(894,000)	(230,346)	(52,871)	(971,071)	8,757,724	7,097,672	
<b>Inversiones</b>																						
Tierra y activo fijo	22,544,000	5,639,000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Implementación de boques	1,678,397	1,678,397	1,678,397	1,678,397	1,678,397	1,678,397	1,678,397	1,678,397	1,678,397	1,678,397	1,678,397	1,678,397	1,678,397	1,678,397	1,678,397	1,678,397	1,678,397	1,678,397	1,678,397	1,678,397	1,678,397	
Implementación de construcción	13,000	13,000	13,000	13,000	13,000	13,000	13,000	13,000	13,000	13,000	13,000	13,000	13,000	13,000	13,000	13,000	13,000	13,000	13,000	13,000	13,000	
Capital de trabajo	(63,229)	(63,229)	(63,229)	(63,229)	(63,229)	(63,229)	(63,229)	(63,229)	(63,229)	(63,229)	(63,229)	(63,229)	(63,229)	(63,229)	(63,229)	(63,229)	(63,229)	(63,229)	(63,229)	(63,229)	(63,229)	
	22,595,771	9,893,452	2,695,738	977,318	961,860	1,062,860	594,877	337,631	791,197	1,061,092	1,719,146	(134,723)	(65,961)	369,152	1,095,118	121,051	163,471	377,998	787,338	15,869,808	(14,478,547)	
<b>Valor residual</b>																						
Resultados financieros	-	865,515	574,561	354,607	236,573	178,881	130,921	94,448	65,944	12,212	26,622	115,109	165,806	154,315	117,104	157,711	254,162	235,754	184,600	135,221	1,371,857	
Intereses	-	865,515	574,561	354,607	236,573	178,881	130,921	94,448	65,944	12,212	26,622	115,109	165,806	154,315	117,104	157,711	254,162	235,754	184,600	135,221	1,371,857	
	(23,482,500)	(11,866,183)	(4,317,051)	(2,290,797)	(1,961,527)	(1,620,632)	(1,240,079)	(969,120)	(1,826,890)	1,764,765	10,178,594	4,003,356	(390,673)	(1,265,180)	4,529,282	3,279,883	(625,870)	(1,736,182)	(1,681,993)	141,137,236	75,779,768	

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

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

De acuerdo a las proyecciones realizadas, el proyecto ofrecería una TIR estimada al inversor de 8,58% como valor esperado, existiendo un 90% de probabilidad de que se ubique en un rango de 6,49% y 9,55%.

Como resultado de las estimaciones realizadas, el proyecto presenta una Tasa Interna de Retorno (TIR) en dólares del 9,85% y un Valor Actual Neto de US\$ 18 millones, considerando una tasa de descuento del 7,55% efectiva anual en dólares.

A continuación se presenta el flujo de fondos para evaluación con enfoque de la inversión:

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	
FF enfoque inversión																						
FF antes de impuestos	(634.069)	(679.110)	(784.032)	(863.874)	(617.271)	(113.531)	(403.364)	(437.130)	(1.186.815)	2.825.806	11.897.650	3.868.634	(456.534)	(855.889)	5.554.400	3.401.014	(462.449)	(1.358.185)	(894.616)	185.246.700	63.398.693	
IRAE	(2.505.771)	(9.833.452)	(2.695.738)	(977.318)	(961.890)	(38.719)	(594.877)	(337.631)	(291.197)	(1.061.042)	(1.179.146)	(692.759)	(28.629)	(389.192)	(1.025.118)	(229.264)	(36.026)	(377.968)	(59.374)	(10.160.320)	(2.097.872)	
Inversiones																						
Valor residual	(23.339.831)	(10.716.702)	(3.495.295)	(1.841.392)	(1.579.101)	(1.215.119)	(996.242)	(774.762)	(1.476.013)	1.764.765	8.481.217	3.310.597	(417.299)	(1.265.180)	4.579.282	3.093.095	(663.925)	(1.736.189)	(1.721.327)	139.699.631	75.779.768	
FF para evaluación																						

De acuerdo a estas proyecciones, se estima que el inversor obtendría una TIR en dólares del 8,58%, como surge del siguiente flujo de fondos:

Miles USD	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Aporte inicial	(50.000)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Retiros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1.275	7.170	2.280	-	-	3.149	-	-	-	-	99.082	122.423
Flujo de fondos	(50.000)	-	-	-	-	-	-	-	-	1.275	7.170	2.280	-	-	3.149	-	-	-	-	99.082	122.423

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 esos momento, los inversores retiran el neto resultante de la venta de la madera, luego de deducir las inversiones y gastos a incurrir hasta el próximo corte. Al término del Fideicomiso, se tala el 100% de los bosques y se venden los campos adquiridos. De los ingresos generados en este momento, se descuenta el performance fee del Administrador, si corresponde.

## 7. ANÁLISIS DEL RIESGO

### a) Identificación de variables de riesgo

Se definieron como variables sensibles para el modelo las siguientes:

#### Principales variables del modelo

Categorías	Variable	Unidad	Escenario		
			Esperado	Bajo	Alto
<u>Crecimiento</u>	IMA E. grandis	m <sup>3</sup> /ha	24	20	28
	IMA E. dunnii	m <sup>3</sup> /ha	22	18	26
	Plantación de E. grandis	% Área Forestada	60	50	70
<u>Campos</u>	Aprovechamiento	%	67	60	70
	Valor de Compra de la Tierra	US\$/ha	2700	2200	3200
	Aumento anual en el valor de la tierra	%	3	0	6
<u>Comercial</u>	Precio de Madera Aserrado	US\$/m <sup>3</sup>	90	70	120
	Precio Madera Pulpa	US\$/m <sup>3</sup>	45	27	55
	% Incremento Anual de Precio	%	1,5	0	3
	Distancia promedio a destino pulpa	km	270	250	300
	Distancia promedio a destino aserrado	km	270	200	300
	Costo Cosecha Dunnii	US\$/m <sup>3</sup>	15	10	18
	Costo Cosecha Grandis	US\$/m <sup>3</sup>	10.2	10.2	24
	Costo Raleo Grandis R9	US\$/m <sup>3</sup>	15	15	21
	Costo Raleo Grandis R 14	US\$/m <sup>3</sup>	13,5	11	13,5



Categorías	Variable	Unidad	Escenario Esperado	Bajo	Alto
	Costo de Flete	US\$ /km Camión	2	1.6	2.8

b) Sensibilidad a principales indicadores

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

Concretamente, en lugar de introducir valores específicos en distintos escenarios, se asignó una distribución de probabilidad triangular en cada una de las variables seleccionadas, de acuerdo a las variaciones establecidas en la tabla anterior. A efectos de sensibilizar el crecimiento de los bosques, se utilizó una distribución discreta, a los efectos de seleccionar uno de los tres tipos de curva de crecimiento definidas para cada especie.

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 7,39% y 11,00% anual en dólares y que el VAN, calculado a una tasa de descuento del 7,55%, tiene una probabilidad de 90% de estar entre US\$ -1,1 millones y US\$ 29,4 millones.

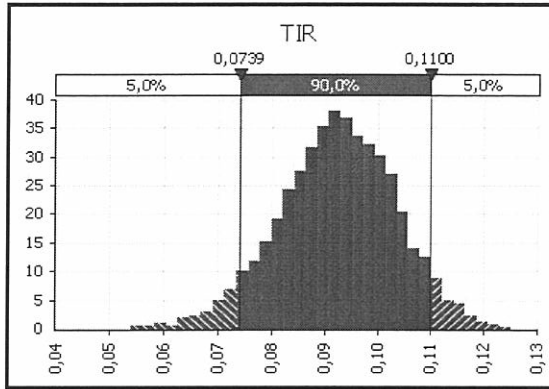
A su vez, la TIR del inversor, tiene una probabilidad del 90% de ubicarse entre el 6,49% y el 9,55%.

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

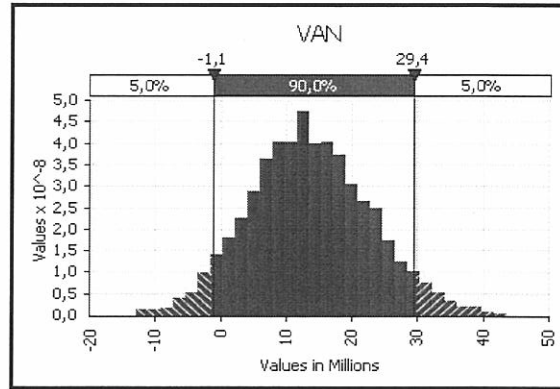
	Mínimo	Promedio	Máximo
TIR proyecto	4,75%	9,25%	12,52%
VAN (millones US\$)	-18,6	13,5	49,1
TIR inversor	4,50%	8,07%	11,16%

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

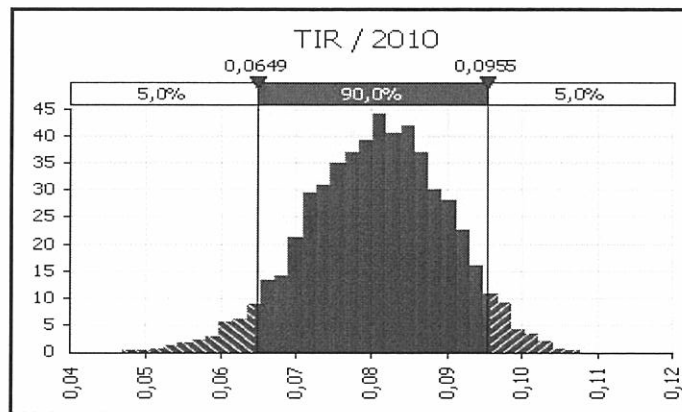
**TIR proyecto**



**VAN**



**TIR inversor**



## IX. 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 <sup>17</sup>	Mitigación del riesgo
<b>Clima: exceso o falta de lluvias, vientos y tornados.</b>	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.
<b>Incendios</b>	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.
<b>Insectos, pestes, enfermedades y nutrición del suelo.</b>	Algunos insectos, pestes y enfermedades pueden causar daños a las plantaciones particularmente al inicio de la misma. El impacto es variable según la escala y la respuesta a la incidencia del caso.	2 a 3	a) Seguimiento del Plan de control de malezas y plan de control de insectos. b) Aplicar los protocolos de control, monitoreo y prevención. c) Diversificación en las

<sup>17</sup> 1=Muy baja; 6=Muy alta.



			especies (grandis y dunnii) con ciclos y ambientes distintos.
<b>Tecnológicos</b>	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

<b>Factor de Riesgo</b>	<b>Descripción del riesgo</b>	<b>Probabilidad de Ocurrencia<sup>18</sup></b>	<b>Mitigación del riesgo</b>
<b>Demanda interna de los productos</b>	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.
<b>Demanda externa</b>	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.
<b>Aumento de oferta de productos competitivos o sustitutos</b>	Que crezca la oferta de productos competitivos tanto en Uruguay o en el mundo	2	Bajar costos y aumentar esfuerzos de venta
<b>Insuficiencias logísticas del sector</b>	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. Tendencia desfavorable en el tipo de cambio o en los intereses (tendrían impacto en los costos de mano de obra y transporte).	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).
<b>Macroeconómicos</b>	Modificaciones significativas en las normas legales que afecten los activos del proyecto o la venta de estos ("Riesgo País") de Uruguay.	2-3	Esquemas comerciales donde las transacciones de compra y venta se hagan en la misma moneda.
<b>Cambios en la legislación del gobierno y en el sistema impositivo.</b>		1-2	Adaptación a las nuevas condiciones en caso que sean cambios en Uruguay.
<b>Dificultades para acceder al recurso Tierra</b>	Imposibilidad para asegurar la oferta de tierras o el usufructo de	1-2	Menor área forestada. Si fuera algo estructural habría menor oferta de

<sup>18</sup> 1=Muy baja; 6=Muy alta.

esta, que puedan impactar en una menor área o mayor inversión.

madera y por tanto los precios deberían subir y eso amortiguaría el impacto en la TIR del proyecto.



## X. 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".

### 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: Avenida Luis A. de Herrera 1248  
World Trade Center, Torre B, Piso 12  
Montevideo, Uruguay  
Teléfono: 2623-0000  
Fax: 2628-2100  
E-mail: efam@ferrere.com

### 2. Directorio

La composición del Directorio se integra de la siguiente forma:

Presidente	Dr. Diego Rodríguez Castagno
Vicepresidente	Dra. Sandra González Vila
Síndico	Cr. Bruno Gilli

La Dirección Ejecutiva esta 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.

### 3. Auditores externos

Los auditores externos del Fiduciario son Deloitte.

### 4. Estados contables

Se incluyen como **Anexo 6** los últimos estados contables auditados del Fiduciario, así como la correspondiente al cierre del último trimestre disponible.



## XI. 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 objeto de este Prospecto.

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

AF tiene su domicilio en Avenida Brasil 1061, Rivera, Uruguay, su teléfono y fax es (06) 236-482 y su correo electrónico info@af.com.uy.

#### (b) Directorio

El Directorio de AF está integrado por el Ing. Agr. Francisco Bonino y la Gerencia General por el Ing. Agr. Santiago Piñeyría.

**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.

**Santiago Piñeyría:** inició su actividad en Agroempresa Forestal en 2000 a cargo de las operaciones de la empresa. En 2009 ocupa el cargo de Gerente General, siendo responsable de todas las unidades de negocio de la empresa. En su actividad previa, estuvo a cargo de actividades silvícolas en otras empresas forestales. Es Ingeniero Agrónomo, egresado de la Facultad de Agronomía de la UDELAR, y es egresado del Program for Management Development de ESADE Business School.

### 2. BREVE HISTORIA DE AGROEMPRESA FORESTAL

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

En nuestro país, AF ofrece servicios forestales en un área superior a las 80.000 hectáreas por año para diferentes clientes, con una facturación de la empresa y sus divisiones que ha promediado US\$ 7,2 millones en los últimos cuatro ejercicios. Asimismo, la empresa está administrando a la fecha activos valuados en más de US\$ 100 millones.



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

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

Con un equipo profesional de primer nivel, especializado y totalmente independiente (8 ingenieros agrónomos, 19 técnicos forestales y supervisores de campo y 8 administrativos a lo que se suma 40 empresas de servicios asociadas que juntas emplean 600 personas, haciendo de AF una de las empresas líderes en el mercado nacional en la prestación de servicios forestales.

Otros logros de AF son:

- Norma ISO 9000 desde 2004.
- Norma Forest Stewardship Council (FSC). AF preparado y logrado que más de 15.000 hectáreas sean certificadas FSC en Uruguay.
- 9º en el ranking *Great Place to Work* 2006.
- Cofundadores del Índice de Responsabilidad Social Empresarial del Uruguay.

i. Clientes y Hectáreas trabajadas

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

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

**Datos del Operador, Agro Empresa Forestal en Uruguay 2006-2009**

	2006	2007	2008	2009	Promedio	Total 2006-2009
Has trabajadas totales	63,500	73,425	76,960	89,260	75,786	303,145
Has aplicación herbicidas	19,387	25,960	51,000	63,300	39,912	159,647
Venta de Productos (Miles US\$)	1,044	2,449	3,889	2,686	2,517	10,068
Pago a Contratistas (Miles de US\$)	3,332	4,023	2,133	1,508	2,749	10,996
Facturación total (Miles US\$)	6,411	9,101	8,001	5,474	7,247	28,986

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





Servicio Control de	Venta Agroquímicos	Administración Forestal	Consultoría
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Garantía de Control</li> <li>▪ Labores</li> <li>▪ Seguimiento</li> <li>▪ Servicio Llave en mano</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Productos DOW</li> <li>▪ Conocimiento técnico en aplicaciones</li> <li>▪ Estricta ejecución bajo normas ambientales y laborales</li> <li>▪ Gestión y capacitación de contratistas</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Gerenciamiento y supervisión de todas las labores relacionadas al manejo de un bosque</li> <li>▪ Presupuestos e informes.</li> <li>▪ Certificación de bosques y prevención en seguridad laboral.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Proyectos Forestales</li> <li>▪ Operaciones forestales</li> <li>▪ Auditorias de administración</li> <li>▪ Asesoramientos comerciales</li> </ul>

**(a) Control de malezas y venta de agroquímicos.**

AF es líder en la prestación de servicios de control de malezas y en la venta de herbicidas en el sector forestal, contando con una participación del 50% del mercado según estimaciones de la empresa. La compañía opera en los tres segmentos del sector forestal: compañías forestales, administradoras forestales y productores medianos o agrupaciones (productores y empresas individuales).

**(b) Administraciones Forestales**

AF administra a la fecha unas 20.000 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;
- Modelaciones y Plantación;
- Podas;
- Raleos a desecho y sanitarios;
- Raleos comercial y Cosecha;
- Inventarios;
- Caminería;
- Mantenimiento de infraestructura;
- Pastoreos;
- Comercialización de todos los productos y subproductos forestales,
- Ejecución y control del presupuesto establecido con el cliente;
- Certificación de bosques y prevención en seguridad laboral;
- Relacionamiento con el medio externo (agencias de gobierno, compradores, proveedores, comunidad, etc.).



### (c) Antecedentes de Consultoría

- StoraEnso Uruguay: En elaboración de proyectos forestales, instrucciones de trabajo para sus operaciones y diseño de programas de control de malezas.
- Uruwood (UPM más accionistas minoritarios): encargados de auditar al administrador del proyecto y de todas las operaciones de la empresa en forma mensual.
- Global Forest Partners: elaboración de proyectos forestales y asesoramiento en control de malezas.

#### ii. Alianzas, Proveedores y Contratistas

Agroempresa Forestal tiene dos alianzas en el abastecimiento de herbicidas. A partir del 2001 se alcanzó una alianza estratégica en materia de herbicidas con Dow Agro Sciences, convirtiéndose en el principal distribuidor en el sector forestal de la marca Dow. Para el 2005, AF cierra otro acuerdo con la firma Agritec, para el abastecimiento de productos específicos.

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

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

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

#### iii. Agro Empresa Forestal en Chile y Brasil

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

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

#### iv. Rol del Operador Forestal en el Fideicomiso Bosques del Uruguay

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.



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



## XII. ANEXOS

A handwritten signature or mark consisting of several overlapping, curved lines, possibly representing a stylized letter or a signature.

**ANEXO 1**

**CONTRATO DE FIDEICOMISO FINANCIERO**

A handwritten signature or mark, possibly a stylized 'R' or similar character, located in the lower-left quadrant of the page.



ESC. FLORENCIA TABOAS RIBEIRO - 14806/1

CONTRATO DE FIDEICOMISO FINANCIERO

El presente contrato de fideicomiso financiero se celebra en Montevideo, el 6 de mayo de 2011, entre: EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A. (en adelante el "Fiduciario"), representado en este acto por Sandra González, con domicilio en Avenida Luis Alberto de Herrera 1248, World Trade Center, Torre B, Piso 12, Montevideo, RUT 21 476953 0012, e inscripción en el Registro Nacional de Comercio el 7 de abril de 2003 con el número 2014; Agroempresa Forestal S.A. (en adelante el "Administrador"), representado en este acto por Francisco Bonino, con domicilio en Av. Brasil 1061, Rivera; y los Suscriptores Iniciales de los Valores (en adelante los "Fideicomitentes" y conjuntamente con el Fiduciario y el Administrador, las "Partes").

1. DEFINICIONES

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

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

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

"Administrador" es Agroempresa Forestal S.A.

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

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

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

"BCU" es el Banco Central del Uruguay.

"Beneficiarios" son los Titulares.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**"Fideicomitentes"** son los suscriptores iniciales de los Valores.





ESC. FLORENCIA TABOAS RIBEIRO - 14606/1

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

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

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

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

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

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

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

## 2. PARTES INTERVINIENTES

Son partes de este Fideicomiso las siguientes:

- (a) **Fideicomitentes:** son 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**", 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.



**"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 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.

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

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

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

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

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

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

**"Pesos" 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.



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 en Inmuebles rurales para el posterior desarrollo de la actividad silvícola, en las condiciones previstas en este Contrato, para que integren el patrimonio del Fideicomiso. El Fiduciario invertirá en aquellos Inmuebles que sean recomendados por la Administradora de acuerdo a lo previsto en el Plan de Negocios siguiendo los procedimientos que se establecen en el presente Contrato.

Constituirán además Bienes Fideicomitados los siguientes:

- (a) los importes integrados por los suscriptores de los Valores que permanezcan en el Fideicomiso sin ser invertidos en Inmuebles;
- (b) los importes que se mantengan en la Reserva para Contingencias; y
- (c) todos los demás bienes, derechos de cualquier naturaleza que integren el patrimonio del Fideicomiso, incluyendo los Bosques, emergentes de la ejecución y desarrollo del Plan de Negocios y del propio funcionamiento del Fideicomiso y de las colocaciones transitorias realizadas en valores.

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

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

- (a) Valores emitidos por el Estado Uruguayo u otros entes estatales;
- (b) Valores de renta fija emitidos por organismos internacionales de crédito o por gobiernos extranjeros de muy alta calificación crediticia;
- (c) Depósitos en entidades de intermediación financiera locales calificadas AAA local.

#### 5. PATRIMONIO DEL FIDEICOMISO

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

El patrimonio 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

*[Handwritten signature]* *[Handwritten initials]*

*[Handwritten signature]*

---

Los Activos y los correspondientes pasivos del Fideicomiso se valorarán de acuerdo a las normas contables aceptadas (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, cuya contratación deberá ser previamente aprobada por el 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 de inmuebles rurales situados dentro del territorio de la República Oriental del Uruguay, los cuales serán destinados al desarrollo de la actividad forestal.

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

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

#### **8. ADMINISTRACIÓN DE LOS BIENES FIDEICOMITIDOS**

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

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

#### **9. FUNCIONES Y RESPONSABILIDADES DEL ADMINISTRADOR**

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

- (a) Ejecutar el Plan de Negocios, administrando los Bienes Fideicomitidos a tal fin.
- (b) Seleccionar y analizar los Inmuebles a adquirir y llevar adelante las negociaciones para la adquisición de los mismos. Previo a realizar las compras, el Administrador deberá enviar al Comité de Vigilancia con al menos 5 Días Hábiles de anticipación a





- realizarse la compra, copia de los informes elaborados sobre el campo a adquirir.
- (c) Gestionar, coordinar, controlar y contratar las actividades con las empresas tercerizadas, siendo de cargo del Fideicomiso los costos por la contratación de éstas, de conformidad con lo dispuesto en la Cláusula 34.
  - (d) Comercializar la madera resultante de las plantaciones que se realicen en los Inmuebles.
  - (e) Llevar adelante otras negociaciones y actividades para el manejo de la explotación forestal, incluyendo el otorgamiento de predios en pastoreo.
  - (f) Preparación y coordinación para la certificación de los bosques (por ejemplo bajo el estándar FSC).
  - (g) Preparación de los reportes mensuales, trimestrales y anuales detallados en el Plan de Negocios.
  - (h) Llevar adelante todas las tareas necesarias para el relacionamiento con el entorno en donde se encuentran localizados los Inmuebles.
  - (i) Negociar los contratos que sean necesarios con los proveedores.
  - (j) Realizar los controles de ejecución y calidad de los proveedores y terceros que se contraten para desarrollar las actividades.
  - (k) Exigir y cumplir con todas las normativas, leyes, y obligaciones pertinentes al sector y al país.
  - (l) Recorrer los Inmuebles para definir técnicas que aseguren el estado sanitario de los Bosques.
  - (m) Planificar, dirigir la prevención y combate de incendios.
  - (n) Percibir de los Deudores cualquier suma que éstos deban abonar al Fideicomiso. A estos efectos, el Administrador podrá iniciar las acciones que sean necesarias para reclamar dichos pagos.
  - (o) Realizar pagos a cualquier acreedor del Fideicomiso, utilizando a tal fin los fondos que se transfieran a la Cuenta Operativa de acuerdo a lo que se establece en el presente Contrato. El Administrador tendrá acceso a los saldos y movimientos de las Cuentas, pero únicamente tendrá facultades para girar sobre los fondos depositados en la Cuenta Operativa.
  - (p) Realizar todas las compras y contrataciones que resulten necesarias a fin de ejecutar el Plan de Negocios.
  - (q) Confeccionar el presupuesto anual del Fideicomiso de acuerdo al Plan de Negocios (el "Presupuesto"), el cual deberá ser puesto a disposición del Fiduciario y de los Titulares antes de los 15 Días Hábiles del comienzo de cada Ejercicio Anual de que se trate. El Presupuesto deberá estimar los costos, gastos y demás pagos que deba realizar el Administrador en virtud de la administración de los Bienes 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. El Presupuesto indicará el monto a ser depositado por el Fiduciario en la Cuenta Operativa que se estime necesario para el cumplimiento del Plan de Negocios durante el período abarcado por el Presupuesto de que se trate.
  - (r) Elaborar los informes trimestrales de gestión de acuerdo a la Cláusula 33 de este Contrato, en el cual se indique el desarrollo del programa de inversiones como así también cualquier información que pudiera resultar relevante a los Beneficiarios. Asimismo deberá informar al Fiduciario inmediatamente de ocurrido cualquier hecho o acto relacionado con la ejecución del Plan de Negocios que pudiera incidir considerablemente en la inversión realizada por los Titulares.
  - (s) Elaborar reportes trimestrales al Comité de Vigilancia, informando sobre las compras de agroquímicos detallándose: los precios de los mismos, su comparación con otras

- opciones del mercado y el proveedor.
- (t) Determinar al finalizar cada Cierre de Ejercicio los Fondos Netos Distribuibles e informarlo al Fiduciario para efectuar los pagos que correspondan.
  - (u) Proponer a la Asamblea de Titulares la venta anticipada, de parte o el total de los Activos, en casos que entienda que exista una oportunidad que pueda resultar atractiva para los Titulares.

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

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.

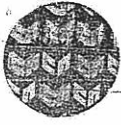
El Administrador deberá entregar al Fiduciario, dentro de los 120 días de finalizado cada ejercicio fiscal, copia de los estados contables auditados del Administrador del ejercicio anterior. Dichos estados contables estarán a disposición de los Titulares que quieran tener acceso a los mismos.

#### 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 de tierras: dentro de los primeros 3 (tres) años, a contar desde la Fecha de Emisión, deberá comprarse al menos el 50% de las tierras definidas en el Plan de Negocios. En el caso de que las compras 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, reduciéndose la superficie final del proyecto.
- (b) Plantación: sobre las superficies compradas y evaluadas como plantables, se deberá haber plantado un 80% de las mismas como mínimo, cuando hayan





transcurrido un plazo de 2 años desde la entrega de los campos por parte de los vendedores.

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

El control sobre la compra de tierras será realizado directamente por el Fiduciario en función de las compras realizadas.

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

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

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

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

Asimismo, el Fiduciario transferirá también a la Cuenta Operativa, dentro del plazo de 2 Días Hábiles de recibida la solicitud escrita por el Administrador, fondos adicionales que sean solicitados por el Administrador, necesarios para afrontar gastos extraordinarios del Fideicomiso, siempre que ellos no excedan el 20% del Presupuesto para el año que

corresponda. En caso que sean necesarios importes por encima de dicho porcentaje, se deberá solicitar la aprobación previa del Comité de Vigilancia.

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

#### 12. RENUNCIA DEL ADMINISTRADOR

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

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

En su caso, la renuncia del Administrador no entrará en vigencia hasta que el Administrador sustituto haya asumido las responsabilidades y obligaciones del Administrador de conformidad con lo dispuesto en este Contrato. El Administrador continuará percibiendo la retribución prevista hasta que se haga efectiva su renuncia.

#### 13. CAUSALES DE REVOCACIÓN DEL ADMINISTRADOR

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

- (a) incumplimiento calificado en cuanto a su naturaleza, gravedad y consecuencias de alguna de sus obligaciones, y no la remediare dentro del plazo de treinta (30) Días Hábitiles de recibida la pertinente intimación del Fiduciario;
- (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



ESC. FLORENCIA TABOAS RIBEIRO - 14606/1

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.

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.

#### 14. DESIGNACIÓN DEL ADMINISTRADOR SUSTITUTO

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

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

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

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

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

#### 15. CONFLICTOS DE INTERESES

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



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

Sin perjuicio de lo anterior, si una determinada entidad en la cual el Fideicomiso mantiene inversiones, por razones ajenas al Fiduciario y al Administrador, pasa a ser Vinculado respecto de cualquiera de ellos, la situación deberá ser comunicada al Comité de Vigilancia en caso que se encuentre constituido o a la Asamblea de Titulares dentro de los 5 Días Hábiles siguientes del día en que haya ocurrido el hecho y deberá regularizarse dentro del plazo de dos años contados desde que ésta se produjo.

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

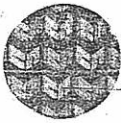
Sin perjuicio de lo mencionado, se autoriza expresamente al Administrador a comprar productos agroquímicos a la Novillada S.A. (empresa Vinculada al Administrador) en condiciones de mercado, para los cuales se deberá informar al Comité de Vigilancia mediante reportes periódicos. Ante cualquier observación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

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





ESC. FLORENCIA TABOAS RIBEIRO - 14606/1

(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 adquiriera dicha condición como consecuencia de la inversión en ella de los recursos del Fideicomiso.

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

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

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

16. EMISIÓN DE VALORES

De acuerdo a los fines del Fideicomiso, el Fiduciario emitirá Valores de acuerdo a los términos y condiciones que se indican a continuación y por un monto total que será de hasta US\$ 50.000.000 (Dólares cincuenta 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\$ 50.000.000
Moneda:	Dólar billete
Distribuciones:	Toda vez que existan Fondos Netos Distribuibles luego de cada Cierre de Ejercicio, o al procederse a la venta de los Activos del Fideicomiso o por la distribución final de Fondos Netos Remanentes.
Precio:	100%
Fecha de Emisión:	Una vez registrada la oferta pública por el BCU
Inscripción:	Banco Central del Uruguay
Cotización:	Bolsa de Valores de Montevideo y/o BEVSA
Ley Aplicable:	Ley de la República Oriental del Uruguay

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

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

#### 17. SUBORDINACIÓN AL PAGO DE GASTOS

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

#### 18. DISTRIBUCIÓN DEL FLUJO DE FONDOS. PRIVILEGIOS Y SUBORDINACIÓN

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

- (a) a la cancelación de los Gastos del Fideicomiso, incluyendo los necesarios para la constitución del Fideicomiso, constitución de reservas, tributos, honorarios y comisiones del Fideicomiso;
- (b) a la reposición de las reservas que correspondan;
- (c) a la cancelación de los Pasivos que sean exigibles;
- (d) a la realización de las inversiones que sean necesarias para llevar adelante el Plan de Negocios;
- (e) a la distribución de fondos a los Titulares, de existir Fondos Netos Distribuibles; y
- (f) a la distribución de Fondos Netos Remanentes con el producido de la liquidación del Fideicomiso.

#### 19. SUSCRIPCIÓN E INTEGRACIÓN

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

La integración de los Valores se realizará de acuerdo a lo que será establecido por el





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

#### 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\$ 16.500 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, Ferrers Abogados, equivalente a la suma de US\$ 45.000 más IVA;
- (e) la remuneración de la firma de consultoría financiera que ha intervenido en todo el proceso de estructuración de la emisión, CPA/Ferrere, equivalente a la suma de US\$ 30.000 más IVA; y
- (f) los gastos necesarios para obtener el registro o hacer posible el registro o comercialización de los Valores en la Bolsa Electrónica de Valores y/o en la Bolsa de Valores de Montevideo, si procediera.

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

#### 21. ENTIDAD REGISTRANTE

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

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

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

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

asegurar la regularidad de su conducta como encargado del Registro.

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

## **22. PLAZO DEL FIDEICOMISO**

El Fideicomiso se mantendrá vigente y válido por un plazo máximo de 30 años, o hasta el momento en que se liquiden todos los Activos del Fideicomiso y se cancelen todas las obligaciones derivadas de este Contrato.

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

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

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

## **23. DESTINO DE LOS BIENES AL FINALIZAR EL FIDEICOMISO**

Producida la extinción y liquidación del Fideicomiso, el Fiduciario estará obligado a liquidar los Bienes Fideicomitados remanentes y entregar las sumas resultantes a los Titulares por su derecho de participación en el remanente derivado de los Valores.

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

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

## **24. OBLIGACIONES DEL FIDUCIARIO**

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

- (a) Administrar el patrimonio del Fideicomiso conforme a las disposiciones del presente Contrato y la normativa vigente.
- (b) Emitir los Valores de acuerdo con los términos y condiciones establecidos en éste Contrato.



- (c) Otorgar los poderes generales o especiales que se requieran para la consecución de los fines o para la defensa del patrimonio del Fideicomiso.
- (d) Celebrar los contratos, convenios y demás actos que se requieran para el correcto cumplimiento de los fines del Fideicomiso que no se encuentren dentro de los previstos en la Cláusula 9 del presente contrato, a cargo del Administrador.
- (e) Mantener a su costo un inventario y una contabilidad separada de los bienes, derechos y obligaciones que integran el patrimonio del Fideicomiso. En caso que sea fiduciario en varios negocios de fideicomiso, deberá llevar contabilidad separada de cada uno de ellos.
- (f) Abstenerse de gravar los bienes 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, excepto lo establecido expresamente en este Contrato.
- (h) Guardar reserva respecto de las operaciones, actos, contratos, documentos e información relacionada con el presente Contrato, sin perjuicio de lo cual estará autorizado a brindar información al Administrador sobre todas las actividades del Fideicomiso, quien estará obligado a guardar el mismo deber de reserva.
- (i) Entregar al Administrador toda la información que sea necesaria para el cumplimiento de sus cometidos.
- (j) Entregar los fondos que sean solicitados por el Administrador dentro de 2 Días Hábiles de recibida dicha solicitud de acuerdo a lo establecido en la Cláusula 11 de este Contrato.
- (k) Enviar los reportes o informes dispuestos en la Cláusula 33.
- (l) Una vez cancelados los Valores y demás obligaciones derivadas de este Contrato, deberá transferir los bienes del patrimonio fiduciario remanentes, de existir, a los Titulares.
- (m) Informar anualmente a los Titulares sobre los Fondos Netos Distribuibles y las comisiones pagadas al Administrador.

#### 25. FACULTADES DEL FIDUCIARIO

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

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

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

#### 26. PROHIBICIONES DEL FIDUCIARIO

El Fiduciario no podrá en ningún caso:

- (a) Liberarse de su obligación de rendir cuentas de acuerdo a los términos incluidos en este Contrato.
- (b) Liberarse de responsabilidad por actos culposos o dolosos realizados por él o por sus dependientes o por el Administrador.
- (c) Afianzar, avalar o garantizar de algún modo a los Titulares el resultado del Fideicomiso o las operaciones, actos y contratos que realice con los bienes 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 no será responsable de actos o hechos de terceros que impidan o dificulten el cumplimiento del presente Contrato, en caso de surgir algún conflicto originado por autoridad competente o un tercero.





### 28. CESE DEL FIDUCIARIO

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

- (a) Por la pérdida de alguna de las condiciones exigidas para el ejercicio de sus funciones.
- (b) Por disolución o concurso del Fiduciario.
- (c) Por la cancelación de la inscripción en el registro dispuesta por el BCU.
- (d) Por renuncia de acuerdo a los términos de la Cláusula 29 siguiente de este Contrato.
- (e) Por su sustitución de acuerdo a los términos de la Cláusula 30 de este Contrato.
- (f) Por remoción judicial, en caso de incumplimiento de las obligaciones impuestas por la ley o por el presente Contrato.

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

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

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

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

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

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



---

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

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

### 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, 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.

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 N<sup>o</sup> 16.060 (arts. 345, 346 y 347), en todo lo que no se oponga a lo dispuesto en este Contrato o en el Documento de Emisión o en el Prospecto.

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

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

31.3 Desarrollo de las Asambleas

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

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

Procedimiento para el desarrollo de la Asamblea: la Entidad Representante tendrá plenas y amplias facultades para resolver en forma inapelable cualquier duda o controversia que se plantee respecto al procedimiento para llevar a cabo la asamblea, pudiendo reglamentar su funcionamiento en cualquier momento, incluso durante el desarrollo de la asamblea, y sin que tal reglamentación, decisión o interpretación sea un precedente para otras situaciones en la misma asamblea ni para asambleas futuras, conservando la Entidad Representante en todos los casos las más amplias facultades de decisión inapelables. La Entidad Representante podrá disponer, entre otros aspectos, que una votación sea secreta.

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

A fin de determinar el quórum para sesionar y las mayorías correspondientes para resolver, no se tendrán en cuenta ni tendrán derecho a voto en las Asambleas de Titulares, aquellos Titulares que tengan vinculación directa o indirecta con el Fiduciario

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

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

Derecho a voto: Tendrán derecho a voto aquellos Titulares presentes en la Asamblea que estén debidamente registrados como Titulares de Valores según el registro llevado por la Entidad Registrante. Cada Certificado de Participación dará derecho a un voto. A fin de determinar los quórum para sesionar y las mayorías correspondientes para resolver, no se tendrán en cuenta ni tendrán derecho a voto aquellos Valores que hubieran sido adquiridos por sus accionistas del Fiduciario, empresas o personas vinculadas, controlantes o controladas según lo definen los artículos 48 y 49 de la Ley 16.060. La Entidad Representante podrá exigirle al Fiduciario que declare por escrito y bajo su responsabilidad si ha adquirido, directa o indirectamente, Valores o si está en conocimiento de que lo hayan hecho sus accionistas, vinculadas, controlantes o controladas (según lo definen los artículos 48 y 49 de la ley 16.060) y que indique su monto.

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

#### 31.4 Competencia de las Asambleas

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

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

- (a) Modificar las condiciones de emisión de los Valores, únicamente en cuanto a la reducción o quita del capital o cualquier monto adeudado por 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.





ESC. FLORENCIA TABOAS RIBEIRO - 14606/1

- (d) La extinción del Fideicomiso en caso de insuficiencia patrimonial del Fideicomiso.
- (e) Aprobar la venta anticipada, de parte o el total de los Activos, a partir del quinto año, a propuesta del Administrador.
- (f) Aprobar cambios al Plan de Negocios, a propuesta del Administrador.
- (g) Aprobar la prórroga de la venta de los Activos al final del proyecto forestal descripto en el Plan de Negocios, por hasta un plazo de 3 años. También podrá aprobar la prórroga por más de 3 años pero siempre que se cuente con el consentimiento del Administrador.
- (h) La sustitución de la Entidad Representante.

### 32. COMITÉ DE VIGILANCIA

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

El Comité de Vigilancia estará compuesto por hasta 3 miembros representantes de los Titulares, que serán elegidos por una Mayoría Absoluta de Titulares. Se tratarán de cargos de un año de duración, pudiendo ser reelegidos. Los cargos en el Comité de Vigilancia serán honorarios, pudiendo uno de dichos cargos ser rentado con cargo al Fideicomiso, en caso que así lo resuelva la Mayoría Absoluta de Titulares. No podrán integrar el Comité de Vigilancia quienes sean Vinculados respecto del Administrador y del Fiduciario. 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 la compra de tierras dispuestas por el Administrador, en los casos que éstas sean adquiridas a un rango superior al 20% de variación del precio máximo por hectárea establecido en el Modelo Financiero.
- (d) Aprobar la solicitud del Administrador por fondos adicionales, necesarios para

afrontar gastos extraordinarios del Fideicomiso, que excedan el 20% del Presupuesto para el año que corresponda

- (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.
- (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 3 años y posteriormente en forma anual.
- (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.
- (j) Aprobar las modificaciones en los criterios de selección y control de proveedores propuestos por el Administrador.

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.

### 33. INFORMACIÓN Y RENDICIÓN DE CUENTA A LOS TITULARES

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

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

Cada informe 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 10 (diez) días corridos de la fecha de su envío.

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





cuenta.

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

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

#### 34. GASTOS, TRIBUTOS Y OTROS COSTOS DEL FIDEICOMISO

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

Constituirán Gastos del Fideicomiso, entre otros:

- (a) los gastos e impuestos de constitución del Fideicomiso;
- (b) los Impuestos del Fideicomiso;
- (c) los honorarios del Fiduciario, del Administrador y de la Entidad Representante;
- (d) todos los costos correspondientes a la contratación de empresas tercerizadas;
- (e) todo gasto que se derive, devengue, cobre o en que se incurra para realizar las plantaciones y la administración y mantenimiento de los Bosques e Inmuebles
- (f) todo gastos en que se incurra con ocasión de la adquisición, 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, incluida la remuneración u honorarios del liquidador;

CW

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

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

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

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

### 35. RETRIBUCIÓN DEL FIDUCIARIO

En compensación por los servicios que el Fiduciario se obliga a prestar por el presente Contrato por la administración del presente Fideicomiso, el Fiduciario percibirá UI 61.098 (Unidades Indexadas sesenta y un mil noventa y ocho) por mes, que serán pagados dentro de los primeros 10 días de cada mes.

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

La retribución será de cargo del patrimonio del Fideicomiso.

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

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





### 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\$ 511.000 (dólares americanos quinientos once mil) ajustada según paramétrica y coeficiente anual;
- (b) una compensación por desempeño ("performance fee") en caso que la Tasa de Retorno (TIR) del proyecto sea superior al 6%, percibiendo el Administrador un 15% 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\$ 50 millones) 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 6%, se le aplicará el porcentaje del 15%, 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; (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 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 Administrador o de sus empleados o representantes. Tampoco será aplicable la indemnidad para los casos de reclamos laborales o de seguridad social por servicios subcontratados por el Administrador o de sus propios empleados.

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

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

### **39. RESERVA PARA CONTINGENCIAS**

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

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



ESC. FLORENCIA TABOAS RIBEIRO - 14606/1

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

La suma depositada en la Cuenta para Contingencias podrá ser invertida en Activos Financieros, correspondiendo a la Reserva para Contingencias las utilidades que dichas inversiones generen, salvo en el supuesto que dichas utilidades superen total o parcialmente las 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 Apdo Empresa Ferretal SA  
  
Director

Signa el Papel Notarial de Actuación

Serie E1 N° 886050



FLORENCIA TABOAS RIBEIRO  
ESCRIBANA

Signa papel notarial de actuación serie E1 No. 809648



**ANEXO AL CONTRATO DE FIDEICOMISO  
PLAN DE NEGOCIOS DEL PROYECTO**

A handwritten signature or scribble in black ink, located in the lower-left quadrant of the page. It consists of several overlapping, fluid lines that form an abstract shape, possibly representing a name or initials.



ANEXO AL CONTRATO DE FIDEICOMISO  
PLAN DE NEGOCIOS DEL PROYECTO

1. UBICACIÓN DEL PROYECTO

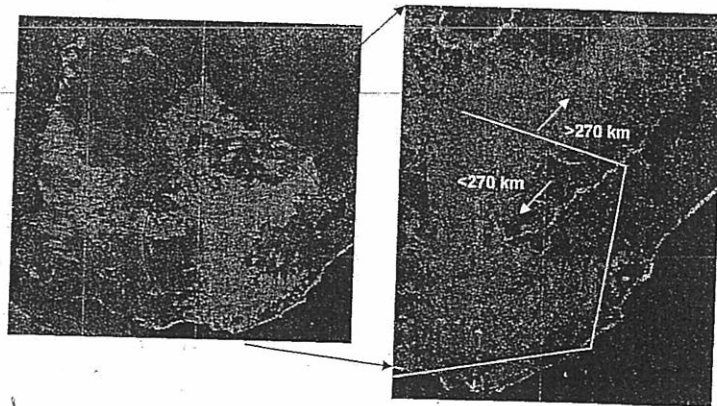
Para optimizar la gestión del emprendimiento forestal, el Administrador procederá a valorar de modo conjunto, los siguientes recursos:

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

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

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

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



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

## 2. ESPECIES A PLANTAR

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

Haciendo referencia al género *Eucalyptus*, Uruguay está entre los cinco países con mayor área plantada en el mundo, detrás de India, Brasil, China y Australia. En la especie *grandis* han plantado a la fecha más de 200.000 hectáreas en el país, mientras que la de *dunnii* supera las 50.000 hectáreas.

### Principales características del Fideicomiso Bosques del Uruguay

	Unidad	Valor
Superficie de campo adquirida	Hectáreas	10.000
Superficie total de campo forestada	Hectáreas	6.700
Aprovechamiento de los Campos	%	67
Plantación de <i>E. grandis</i>	Hectáreas (%)	4.020 (60)
Plantación de <i>E. dunnii</i>	Hectáreas (%)	2.680 (40)
<b>Tiempo a Cosecha Final</b>		
<i>E. grandis</i>	Años	18
<i>E. dunnii</i>		9
<b>CreCIMIENTO Anual (IMA)</b>		
<i>E. grandis</i>	M <sup>3</sup> /ha/año	24
<i>E. dunnii</i>		22
<b>Volumen Total Madera Producida</b>		
Pulpa	Millones de m <sup>3</sup>	2,0
Aserrado		0,72

(Datos estimados)

### *Eucalyptus grandis*

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

El clima en la distribución natural del eucalipto rosado es subtropical húmedo, con unas temperaturas mínimas promedio durante los meses más fríos de entre 2 y 10°C y unas temperaturas máximas promedio de cerca de 29°C durante los meses más



calientes, y con precipitaciones promedio de 1020 y 1780 mm anuales. En cuanto a los usos, la albura del *E. grandis* es de un color rosado pálido y el duramen es de rojo claro a oscuro. La madera tiene una fibra recta, una textura tosca y es moderadamente fuerte. La madera del eucalipto rosado se usa para la construcción general, ensambladuras, entrepaños, la construcción de botes, pisos, postes para el alambrado, postes de cercas, etc. Como ventajas se puede destacar: rápido crecimiento del árbol, madera de dureza media, fácil para trabajarla, de buen color, de buen comportamiento, de muy buenas propiedades mecánicas (resistencia y elasticidad).

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

Eucalyptus dunnii

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

3. PRODUCCIÓN Y CICLO DE VIDA DE LA PLANTACIÓN

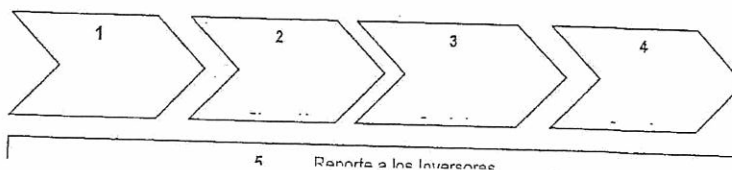
El ciclo de vida de los árboles es de 9 años para el *E. dunnii* y de 18 años para el *E. grandis*. Se asume que se realizará la compra de campos y plantación en dos años (50% en cada uno) y por tanto el proyecto tendrá una duración total estimada de 19 años, con dos turnos para *E. dunnii* y un turno para *E. grandis*. Se planta en una proporción de aproximadamente 60-40% para *grandis* y *dunnii* respectivamente.

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

El proyecto prevé una cosecha de 2,7 millones de m<sup>3</sup> en total, siendo el 74% de madera celulosa o energía. Esta madera provendrá de las dos cosechas finales de *E. dunnii*, y de los raleos y parte de la cosecha final del *E. grandis*. La madera para aserrado surge del raleo en año 14 y de la cosecha final del *E. grandis*. Se estima un volumen de 395 m<sup>3</sup>/ha en promedio considerando las dos cosechas del *E. dunnii* y de 423 m<sup>3</sup>/ha para el *E. grandis*.



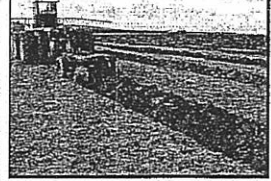
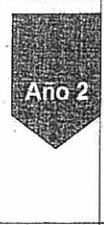
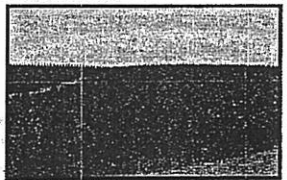


A continuación se describen las principales fases del proyecto.

Flujo de actividades físicas del proyecto



*[Handwritten signature]*

*[Handwritten initials]*

		
<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>Se realizan aplicaciones de control de malezas y de hormigas.</p>		
		
<p>La tasa de crecimiento aumenta, y se llevan adelante actividades de control y mantenimiento forestal. En el caso del Eucalyptus grandis se realizan raleos en el año 9 y año 14.</p>		







ESC. FLORENCIA TABOAS RIBEIRO - 14606/1

<p>Año 9 y 18</p>		
<p>Cosecha final en el año 9 y en el año 18. Se realizan operaciones de manejo de rebrotes para el segundo ciclo en el caso del E. dunnii.</p>		

4. SELECCIÓN DE LOS INMUEBLES RURALES

Teniendo como objetivo una inversión de aproximadamente 10.000 hectáreas de campo, para el proceso de selección, deberán listarse y evaluarse entre 40 y 50 propiedades para la correcta valoración. Se espera la adquisición entre 5 y 8 propiedades para desarrollar la inversión forestal.

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

- Al menos un 50% del total de los suelos del campo sean suelos de prioridad forestal
- Se recaba la información referente a:
  - Caminería;
  - Infraestructura;
  - Topografía;
  - Suelos, presencia de afloramientos rocosos, textura y profundidad;
  - Distancia a los clientes compradores de madera para celulosa (km);
  - Distancia a los clientes compradores de aserradero/tableros (km);
  - Cercanía al patrimonio de otras empresas (km);
  - Cercanía a centros poblados (km).
- Con estos datos se carga un modelo que permite proyectar un flujo de caja y luego se calcula el precio de compra del campo.
- Si hay interés por comprar el campo se hace un análisis de un diseño.

Se ha planificado un plazo máximo de tres años para la compra de todas las propiedades.

Si se diera la opción de contar con ofertas de propiedades muy atractivas pero que estén a más de 270 km de destino de procesamiento, se evaluará esa opción pero sustituyendo al E. dunnii con Pino. Se toma la opción del Pino porque es una madera de mayor valor y por tanto permite pagar fletes más largos.

Existe la posibilidad también de comprar algún campo ya forestado, siempre que se evalúe positivamente la forestación existente.

5. PLANTACIÓN

La plantación se hará en los meses de primavera u otoño por un equipo dirigido por el Administrador. La densidad de plantación es de 1.333 y 1.000 árboles por hectárea para E. dunnii y E. grandis 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\$ 772 y US\$ 742 por hectárea para grandis y dunnii respectivamente.

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

	E. dunnii	E. grandis
Laboreos (marcación del campo, subsolado)	228	221
Herbicidas (antes y después de la plantación)	189	189
Fertilización	131	138
Plantines	168	139
Otros (control de hormigas, etc.)	57	56
Total	772	742

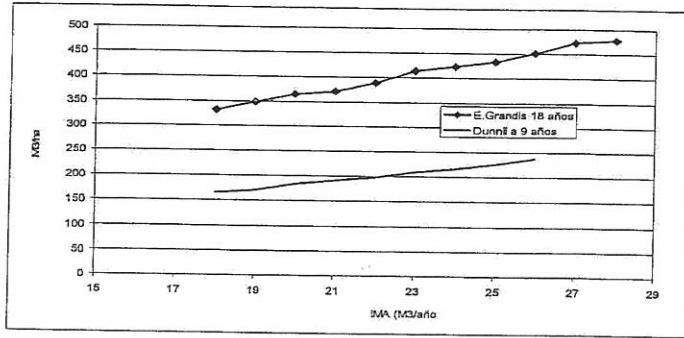
## 6. CRECIMIENTO

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

- E. dunnii: un aumento  $1\text{m}^3$  de crecimiento en el IMA implica  $9\text{ m}^3$  de aumento en la producción por hectárea.
  - E. grandis: un aumento de  $1\text{m}^3$  de crecimiento en el IMA se traduce en  $15\text{ m}^3$  de aumento en la producción por hectárea.
- Producción de madera para E. grandis y E. dunnii según diferentes IMAs

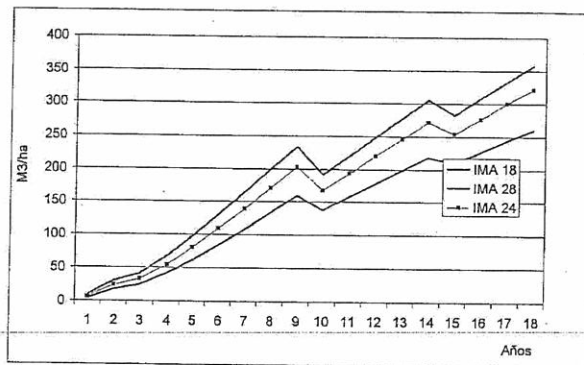


ESC. FLORENCIA TABOAS RIBEIRO - 14606/1

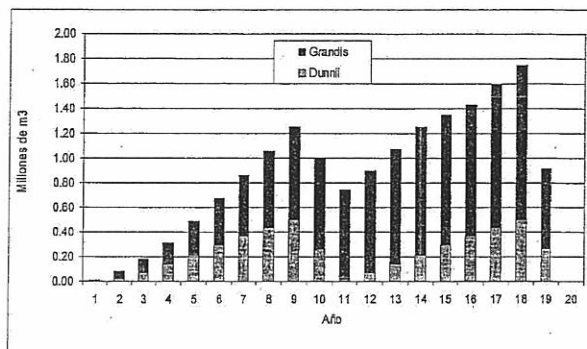


En el E. grandis el objetivo es lograr maderas sin defectos, sin nudos, con lo cual los raleos dejarán los mejores árboles, esto es los de mayor diámetro para el turno final. Se hará en este caso una silvicultura intensiva.

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



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



### 7. SILVICULTURA

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

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

Año	E. dunnii	E. grandis
1	Control Malezas y hormigas	Control Malezas y hormigas
2		Raleo desecho, Poda N° 1 hasta 2,5m – y control de Tocones
3		Poda N° 2 hasta 4 m – 475 arb/ha
4		Poda N° 3 - 6,5m – 475 arb/ha
5		Poda N° 4 hasta 9m – 200arb/ha (incluye-marcación)
9	Inventario Precosecha + Control de Hormigas	Control Tocones + Inv. Precosecha
10	Manejo de rebrotes + Control de Malezas	
18	Inventario Precosecha + Control de Hormigas	Control Tocones+ Inv. Precosecha

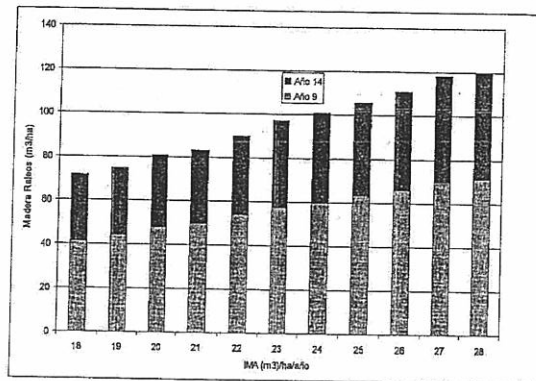
### 8. PODAS Y RALEOS

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



Para el E. grandis se prevén 3 raleos (año 2, 9 y 14). En el raleo del grandis en el año 9 toda la producción es para pulpa. En el raleo del año 14, aproximadamente un tercio de la producción es madera para aserrío y el restante es para pulpa. Para el proyecto se usará un IMA de 24 m<sup>3</sup>, lo cual arroja unos 100 m<sup>3</sup>/ha de madera de raleos.

Madera producida en 2<sup>da</sup> y 3<sup>er</sup> raleo en E. grandis según diferentes IMAs



#### 9. COSECHA FINAL

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

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

#### 10. REPORTES DEL ADMINISTRADOR

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

Se reporta en la siguiente forma:

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

#### 11. ESTÁNDARES DE PROCESO

El Fideicomiso Bosques del Uruguay 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).

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

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

## 12. RELACIÓN CON PROVEEDORES

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

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

- Control de malezas,
- Plantación,
- Laboreo,
- Control de hormigas,
- Poda,
- Raleo y cosecha,
- Prevención y Control de Incendios,
- Armado de Proyectos,
- Soluciones en Cartografía,
- Inventarios,
- Implantación del Sistema de Gestión bajo las normas FSC.

### (a) Selección de Proveedores

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

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

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

### (b) Evaluación de Proveedores





ESC. FLORENCIA TABOAS RIBEIRO - 14606/1

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

13. PLAN COMERCIAL







ESC. FLORENCIA TABOAS RIBEIRO - 14606/1

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

El Fideicomiso Bosques del Uruguay tiene proyectado producir 2,7 millones de m³ para comercializar

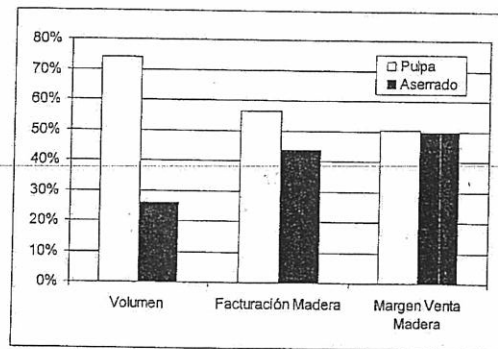
- 1,7 millones de m³ de E. grandis; 1,0 millones de m³ para E. dunnii.
- 2 millones de m³ para pulpa y 0,7 millones para aserrado.

Producción de madera a comercializar (m³):

	Grandis	Dunnii	Total Proyecto	Por Ha proyecto
Pulpa	244	395	2,039,420	304
Aserrado	179		719,506	107
Total	423	395	2,758,926	412

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

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



Los ingresos por venta del proyecto provienen de la venta de madera, venta de la tierra al final del proyecto, e ingresos por pastoreo. El 80% de las ventas totales del proyecto corresponden a la venta de madera. A lo largo del ciclo del proyecto, la facturación proyectada sumará US\$ 363 millones.

Las actividades en la venta de madera se darían en:

Año del Árbol	Actividad	Volumen Pulpa (m <sup>3</sup> /hectárea)	Volumen Aserrado (m <sup>3</sup> /hectárea)
9	Venta de raleo E. Grandis	60	
9	Cosecha E. dunnii	197	
14	Raleo de E. grandis	28	13
18	Cosecha de E. grandis	156	166
18	Cosecha E. dunnii	197	

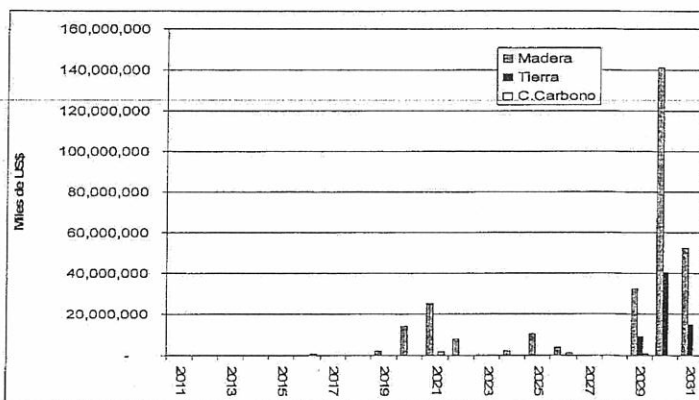
Respecto a los precios, se han tomado referencias de US\$ 45 por m<sup>3</sup> para pulpa de dunnii y grandis, y una referencia de US\$ 90 por m<sup>3</sup> para los rolos de grandis para Aserrado. Estas son referencias promedio puestas en destino para rolos de más de 30 cm de diámetro.

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

Para el pastoreo se toma un ingreso promedio por hectárea de US\$ 9 por concepto de arrendamiento.

El proyecto está diseñado para que se haga la plantación en dos años, con lo cual habrá ventas en 6 años.

Ventas de Bosques del Uruguay





PAPEL NOTARIAL DE ACTUACIÓN

El N° 867029



ESC. FLORENCIA TABOAS RIBEIRO - 14606/1

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

Certificados de Reducción de Emisiones

Las plantaciones forestales secuestran 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 compra VERs o créditos de carbono voluntarios. Estas reducciones de emisiones son verificadas mediante estándares independientes destacándose el VCS (Voluntary Carbon Standard) y el Gold Standard, los cuales poseen metodologías ampliamente reconocidas.

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

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

Años	Hectáreas Plantadas	Toneladas de Carbono Secuestradas Acumuladas	Certificados Emitidos en Toneladas
2010		-	
2011	1.200	-	
2012	1.500	9.391	
2013	1.320	48.341	
2014		106.430	
2015		187.830	
2016		285.807	142.903
2017		417.382	
2018		562.849	
2019		717.737	
2020		878.424	
2021		939.821	327.007
2022		967.304	
2023		999.150	
2024		1.133.366	
2025		1.267.551	

Handwritten mark or signature.

Handwritten signature.

2026		1.334.022	197.100
2027		1.379.512	
2028		1.429.443	
2029		1.547.466	106.722
2030		1.131.682	
2031		547.536	

A modo de referencia podemos mencionar que los precios de los certificados de reducción de emisiones provenientes de proyectos forestales alcanzaron valores superiores a los 5 Euros por lo que su aporte influiría significativamente sobre el flujo de fondos del proyecto (precio esperado considerado es de 3,5 Euros)

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

#### 14. COSTOS OPERATIVOS

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

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

##### (a) Costos del Administrador Forestal

Las actividades del Administrador forestal incluyen exclusivamente:

- (a) Ejecutar el Plan de Negocios, administrando los Bienes Fideicomitidos a tal fin.
- (b) Seleccionar y analizar los Inmuebles a adquirir y llevar adelante las negociaciones para la adquisición de los mismos. Previo a realizar las compras, el Administrador deberá enviar al Comité de Vigilancia con al menos 5 Días Hábiles de anticipación a realizarse la compra, copia de los informes elaborados sobre el campo a adquirir.
- (c) Gestionar, coordinar, controlar y contratar las actividades con las empresas tercerizadas, siendo de cargo del Fideicomiso los costos por la contratación de éstas, de conformidad con lo dispuesto en la Cláusula 34.
- (d) Comercializar la madera resultante de las plantaciones que se realicen en los Inmuebles.
- (e) Llevar adelante otras negociaciones y actividades para el manejo de la explotación forestal, incluyendo el otorgamiento de predios en pastoreo.
- (f) Preparación y coordinación para la certificación de los bosques (por ejemplo: bajo el estándar FSC).
- (g) Preparación de los reportes mensuales, trimestrales y anuales detallados en el Plan de Negocios.
- (h) Llevar adelante todas las tareas necesarias para el relacionamiento con el entorno en donde se encuentran localizados los Inmuebles.
- (i) Negociar los contratos que sean necesarios con los proveedores.
- (j) Realizar los controles de ejecución y calidad de los proveedores y terceros que se contraten para desarrollar las actividades.
- (k) Exigir y cumplir con todas las normativas, leyes, y obligaciones pertinentes al sector y al país.



PAPEL NOTARIAL DE ACTUACIÓN

Ei

Nº 867030



ESC. FLORENCIA TABOAS RIBEIRO - 14606/1

- (l) Recorrer los Inmuebles para definir técnicas que aseguren el estado sanitario de los Bosques.
- (m) Planificar y dirigir la prevención y combate de incendios.
- (n) Percibir de los Deudores cualquier suma que éstos deban abonar al Fideicomiso. A estos efectos, el Administrador podrá iniciar las acciones que sean necesarias para reclamar dichos pagos.
- (o) Realizar pagos a cualquier acreedor del Fideicomiso, utilizando a tal fin los fondos que se transfieran a la Cuenta Operativa de acuerdo a lo que se establece en el presente Contrato. El Administrador tendrá acceso a los saldos y movimientos de las Cuentas, pero únicamente tendrá facultades para girar sobre los fondos depositados en la Cuenta Operativa.
- (p) Realizar todas las compras y contrataciones que resulten necesarias a fin de ejecutar el Plan de Negocios.
- (q) Confeccionar el presupuesto anual del Fideicomiso de acuerdo al Plan de Negocios (el "Presupuesto"), el cual deberá ser puesto a disposición del Fiduciario y de los Titulares antes de los 15 Días Hábiles del comienzo de cada Ejercicio Anual de que se trate. El Presupuesto deberá estimar los costos, gastos y demás pagos que deba realizar el Administrador en virtud de la administración de los Bienes 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. El Presupuesto indicará el monto a ser depositado por el Fiduciario en la Cuenta Operativa que se estime necesario para el cumplimiento del Plan de Negocios durante el período abarcado por el Presupuesto de que se trate.
- (r) Elaborar los informes trimestrales de gestión de acuerdo a la Cláusula 33 de este Contrato, en el cual se indique el desarrollo del programa de inversiones como así también cualquier información que pudiera resultar relevante a los Beneficiarios. Asimismo deberá informar al Fiduciario inmediatamente de ocurrido cualquier hecho o acto relacionado con la ejecución del Plan de Negocios que pudiera incidir considerablemente en la inversión realizada por los Titulares.
- (s) Elaborar reportes trimestrales al Comité de Vigilancia, informando sobre las compras de agroquímicos detallándose: los precios de los mismos, su comparación con otras opciones del mercado y el proveedor.
- (t) Determinar al finalizar cada Cierre de Ejercicio los Fondos Netos Distribuibles e informarlo al Fiduciario para efectuar los pagos que correspondan.
- (u) Proponer a la Asamblea de Titulares la venta anticipada, de parte o el total de los Activos, en casos que entienda que exista una oportunidad que pueda resultar atractiva para los Titulares.

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

Para la retribución del Administrador, en primer lugar se establece un pago anual fijo de US\$ 511.000, los cuales se multiplicarán por los siguientes coeficientes que toman en cuenta la intensidad de actividades durante ciclo forestal:

AÑO	COEFICIENTE
1	
2	1.5

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

Esta retribución se ajustará asimismo, cada año, según una paramétrica que incluye: precio del dólar billete interbancario, precio del gasoil, Índice Medio de Salarios e Índice de Precios al Consumo (IPC) anual.

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

En segundo lugar, se establece una compensación por desempeño ("performance fee"), en caso que la Tasa de Retorno ("TIR") del proyecto sea superior al 6%, percibiendo el Administrador un 15% del retorno adicional. En ese caso, se hará el pago al año 20 o antes si los inversores se retiren o liquiden la inversión.

**(b) Costos de Silvicultura**

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



(c) Costos de Mantenimiento

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

- Prevención y Combate de Incendios): 15
- Seguros: 15
- Mantenimiento de alambrados/casas: 5
- Contribución Inmobiliaria: 2
- Inventarios y certificación FSC: 3,5

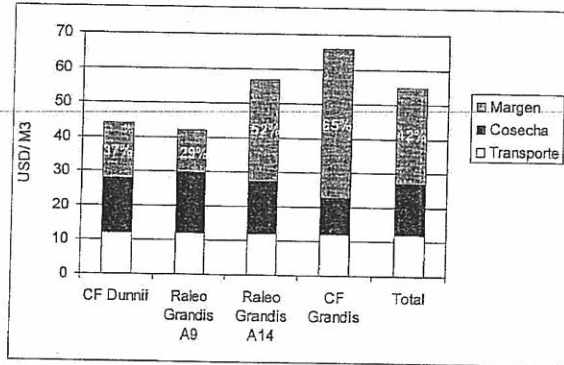
(d) Costos de Cosecha y Transporte

Se ha considerado el costo de cosecha y caminería por un lado y el costo de transporte por otro. Ambos son muy importantes en el rubro forestal. Los siguientes valores son los modelados (US\$/m³):

	E. dunnii	E. grandis
Raleos y Cosecha Final		
Raleo Año 9		18
Raleo Año 14		15.5
Cosecha Final	16	10.9
Transporte (270 km)	12.9	12.9

Es decir que el costo de cosecha y transporte representa un 63% del precio final en el caso de la cosecha final del E. dunnii y un 35% en la cosecha final del E. grandis (en este último el precio ponderado es mejor ya que hay mitad de la producción con destino aserrado).

Costos de cosecha y transporte en relación al precio de venta



Handwritten initials or signature.

Handwritten signature.



PAPEL NOTARIAL DE ACTUACIÓN

EI

Nº 867032



ESC. FLORENCIA TABOAS RIBEIRO - 14606/1

**SERRANA LORENA PIÑERA LOPEZ**, Escribana Pública, **CERTIFICO QUE: I)**

La firma que luce en el CONTRATO DE FIDEICOMISO FINANCIERO que antecede es auténtica y fue puesta ante mí por el señor **Francisco José BONINO PÉREZ**, oriental, mayor de edad, titular de la cédula de identidad No. 1.887.909-3, persona hábil y de mi conocimiento. **II)** Leí al firmante el documento que antecede y éste así lo otorgó y suscribió en mi presencia. **III) a)** La sociedad "**AGRO EMPRESA FORESTAL SOCIEDAD ANÓNIMA**" es una persona jurídica constituida por acta de fecha 21 de agosto de 2000, cuyo estatuto fue aprobado por Auditoría Interna de la Nación el 13 de setiembre de 2000, e inscripto en el Registro Nacional de Comercio con el No. 11080 en forma provisoria el 20 de octubre de 2000, habiéndose transformado en definitiva el 3 de noviembre de 2000, y publicado en legal forma. De dicho estatuto, entre otras cosas, surge que la representación estará a cargo de un Administrador, Presidente o cualquier Vicepresidente indistintamente, o dos Directores actuando conjuntamente. **b)** El señor **Francisco José BONINO PÉREZ**, representa a la referida sociedad en su calidad de Presidente del Directorio, según resulta de los libros de Acta de Asamblea y de Directorio que tuve a la vista. **c)** Por escritura de declaratoria que el 25 de noviembre de 2009 autorizó la suscrita Escribana, cuya primera copia fue inscripta en el Registro de Personas Jurídicas, Sección Comercio con el No. 15267 el 26 de noviembre de 2009 la sociedad "**AGRO EMPRESA FORESTAL SOCIEDAD ANÓNIMA**" dio cumplimiento a lo dispuesto por el artículo 86 de la Ley No. 16.060 en la redacción dada por el artículo 13 de la Ley No. 17.904. **EN FE DE ELLO**, a solicitud de la sociedad "**AGRO EMPRESA FORESTAL SOCIEDAD ANÓNIMA**", y para ser presentado ante quien corresponda, expido el presente



que sello, signo y firmo en la ciudad de Montevideo el día seis de mayo del año  
dos mil once.

  
D. L. LOPEZ  
ESCRIBANA

  
237093

ÁRANCEL OFICIAL
Artículo 6.....
Honorarios 2.020..
Mont. N. 13.520





PAPEL NOTARIAL DE ACTUACIÓN

Ei

Nº 867033



ESC. FLORENCIA TABOAS RIBEIRO - 14606/1

FLORENCIA TABOAS RIBEIRO, ESCRIBANA, CERTIFICO QUE: I)

La firma que antecede y luce en el Contrato de Fideicomiso, que precede es auténtica y fue puesta en mi presencia por la persona hábil y de mi conocimiento señora Sandra González Vila, uruguaya, mayor de edad, titular de la cédula de identidad 1.743.779-3 en su calidad de Vicepresidente y en nombre y representación de EF ASSET MANAGEMENT ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSION SOCIEDAD ANÓNIMA, persona jurídica hábil, inscrita en el Registro Único Tributario de la Dirección General Impositiva con el número 21.476953.0012 y con domicilio en Avenida Luis Alberto de Herrera 1248 Torre B Piso 12 de Montevideo, quien previa lectura que del mismo le realicé así lo otorgó y firmó. II) EF ASSET MANAGEMENT ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A. es persona jurídica constituida por Acta de fecha 15 de enero de 2003 bajo la denominación FL ASSET MANAGEMENT ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A., cuyas firmas certificó y protocolizó la Escribana Rosalía Grassi, los que fueron aprobados por la Auditoría Interna de la Nación el 27 de marzo de 2003, inscriptos en el Registro de Personas Jurídicas Sección Comercio el 7 de abril de 2003 con el número 2014 y publicados en el Diario Oficial y El Edicto el 30

de abril de 2003. Por Asamblea Extraordinaria de Accionistas de fecha 16 de enero de 2004, se resolvió modificar la denominación, adoptando la actual de EF ASSET MANAGMENT ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A. La referida reforma fue aprobada por la Auditoría Interna de la Nación el 17 de marzo de 2004, inscripta en el Registro de las Personas Jurídicas, Sección Comercio el 23 de marzo de 2004 con el número 2131, y publicada en el Diario Oficial y en el Edicto el 12 de abril de 2004. III) De su Estatuto y posterior reforma surge que: a) el plazo de la sociedad se encuentra vigente al día de hoy; y b) la representación de la sociedad le corresponde al Administrador, el Presidente o cualquier Vicepresidente indistintamente o a dos Directores cualesquiera actuando conjuntamente. IV) Por Asamblea General Extraordinaria de Accionistas celebrada el 26 de marzo de 2008 en esta ciudad, se designó el siguiente Directorio: Presidente: Diego Rodríguez; Vicepresidente: Sandra González; habiendo sido reelectos por Asamblea General Ordinaria De Accionistas de fecha 14 de abril de 2010; únicos directores designados, quienes se encuentran vigentes en sus cargos al día de hoy, no luciendo copiadas al libro respectivo actas posteriores que modifiquen dicha designación. V) La



PAPEL NOTARIAL DE ACTUACIÓN

**Ei** N° 867034



ESC. FLORENCIA TABOAS RIBEIRO - 14606/1

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 Comercio, con el número 9.300, el 5 de junio de 2008. VI) EF ASSET MANAGEMENT ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A, se encuentra inscrita en el Registro Único Tributario de la Dirección General Impositiva con el número 21 476953 0012, tiene domicilio en esta ciudad y sede en Avenida

**ARANCEL OFICIAL**  
Art. ....  
Honorarios \$ 709.620  
Mont. Not. \$ 134.280  
Fdo. Gremial \$ .....

Luis Alberto de Herrera 1248, Torre B, Piso 12. VII)

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 y lo sello, signo y firmo en Montevideo el seis de mayo de dos mil once.-

*[Handwritten signature]*

FLORENCIA TABOAS RIBEIRO  
F. RIBEIRO

*[Large handwritten signature]*  
FLORENCIA TABOAS RIBEIRO  
F. RIBEIRO

*[Handwritten mark]*

## ANEXO 2

### DOCUMENTO DE EMISIÓN

El ---- de ----- de 2011, **EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A.**, en su calidad de fiduciario del fideicomiso **“FIDEICOMISO FINANCIERO FORESTAL BOSQUES DEL URUGUAY”** (en adelante el “Fiduciario”), constituyendo domicilio en Avenida Luis Alberto de Herrera 1248, World Trade Center, Torre B, Piso 12, 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 6 de mayo de 2011, celebrado entre el Fiduciario, Agroempresa Forestal S.A. y los Suscriptores Iniciales de los Valores (en adelante el “Contrato de Fideicomiso”), y establece los términos y condiciones en los que el Fiduciario emite los Valores a favor de los Titulares, en la forma que se detalla en este Documento de Emisión, en el Contrato de Fideicomiso y en el Prospecto.

#### 2. DEFINICIONES

Los términos en mayúsculas tendrán el mismo significado que el atribuido a los mismos en el Contrato de Fideicomiso.

#### 3. TÉRMINOS Y CONDICIONES DE LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

Por el presente Documento de Emisión, el Fiduciario emite certificados de participación en los resultados y remanente del Fideicomiso (en adelante los “Certificados de Participación” o los “Valores”) a favor de los Titulares, de acuerdo a los términos y condiciones que se indican a continuación.

Los derechos de los Titulares están sujetos a las limitaciones y condiciones establecidas expresamente en el Prospecto, el Contrato de Fideicomiso y en el presente Documento de Emisión. Por el hecho de adquirir los Valores, los Titulares reconocen conocer el Prospecto y el Contrato de Fideicomiso y declaran aceptar todos los términos de los mismos.

##### 3.1. Monto y moneda

El monto total de la emisión de Valores es de US\$ 50.000.000 (Dólares cincuenta millones). 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.

### 3.3. 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 EMISION DE LOS VALORES. ESTAS OBLIGACIONES SERÁN SATISFECHAS EXCLUSIVAMENTE CON LOS BIENES DEL FIDEICOMISO, DE ACUERDO CON EL ARTÍCULO 8 DE LA LEY 17.703.

## 4. PAGO A LOS TITULARES

Los pagos de las sumas adeudadas bajo los Valores se harán efectivos en cada Fecha de Pago.

Todos los pagos a ser efectuados bajo los Valores serán netos y libres de toda imposición, tributo, gravamen, cargo, gasto o comisión de cualquier naturaleza que resulten aplicables al Fideicomiso en el presente o en el futuro en Uruguay, los que serán en todos los casos de cargo y cuenta del patrimonio del Fideicomiso.

El Fiduciario como emisor de los Valores y de acuerdo a las normas tributarias vigentes, procederá a retener en todos los casos el Impuesto a la Renta que corresponda sobre cada pago de intereses de los Valores, excepto en el caso de aquellos Titulares que no les corresponda la aplicación de retenciones de Impuesto a la Renta de las Personas Físicas ("IRPF") o Impuesto a la Renta de No Residentes ("IRNR") y que notifiquen expresamente al Fiduciario, previo a cada Fecha de Pago, que no corresponde realizar dicha retención por su tenencia de Valores.

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**

El Fiduciario 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

El Fiduciario 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 el Fiduciario estime conveniente.

## **7. MODIFICACIÓN DE LAS CONDICIONES DE LA EMISIÓN**

Los términos y condiciones de la emisión de los Valores, podrán ser modificados por el Fiduciario con el consentimiento de la Mayoría Absoluta de Titulares, con excepción de alguna de las siguientes modificaciones, las que no podrán ser acordadas si no es con el voto conforme de uno o más de los Titulares cuyos Valores representen un valor nominal superior al 75% del total de Valores emitidos:

- (a) Reducción o quita de capital o cualquier otro monto adeudado por 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.
- (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.

Toda modificación a los términos y condiciones de la emisión de los Valores entrará en vigor luego de comunicada a las bolsas donde los Valores cotizan, al Banco Central

del Uruguay y a los Titulares (en este caso mediante publicaciones en 2 diarios de amplia circulación en la capital por 3 días consecutivos, indicando que existe documentación a su disposición).

## **8. OTRAS OBLIGACIONES Y RESPONSABILIDADES DEL FIDUCIARIO**

En todos los casos en que se requiera una actuación del Fiduciario que no estuviera contemplada o regulada expresamente por el Contrato de Fideicomiso o el Prospecto, el Fiduciario solicitará instrucciones expresas a los Titulares, estándose a lo que éstos resuelvan por Mayoría Absoluta de Titulares. El Fiduciario no realizará acto ni tomará conducta alguna si los Titulares no se reunieran, o si no adoptaran decisión por Mayoría Absoluta de Titulares. El Fiduciario no asumirá responsabilidad alguna por las consecuencias de su inacción, en caso de que los Titulares no se reúnan o no logren la mayoría necesaria para adoptar decisión.

La Asamblea de Titulares no podrá suministrar instrucciones al Fiduciario en el sentido de hacer o no hacer algo distinto de, o adicional a, lo establecido en este Documento de Emisión, en el Contrato de Fideicomiso o en el Prospecto, sin el consentimiento del Fiduciario.

Las instrucciones que los Titulares impartan conforme lo dispuesto anteriormente, sólo serán revocables si la orden de revocación es recibida por el Fiduciario antes de la fecha de su ejecución.

## **9. SUSTITUCIÓN DEL FIDUCIARIO**

De acuerdo a la Cláusula 30 del Contrato de Fideicomiso, los Titulares pueden, bajo ciertas circunstancias, disponer la sustitución del Fiduciario por otro fiduciario que se encuentre autorizado para actuar como tal en la República Oriental del Uruguay.

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

## **10. ACTUACIÓN DE LOS TITULARES**

Las disposiciones relativas a la actuación de los Titulares, a las Asambleas de Titulares, a su competencia y reglamentación, y a las resoluciones que obligan a todos los Titulares se encuentran establecidas en la Cláusula 31 del Contrato de Fideicomiso.

El Fiduciario queda expresamente autorizado a informar a cualquier Titular que así lo solicite por escrito, indicando su voluntad de promover una decisión de la Asamblea de Titulares, una nómina de los nombres y domicilios registrados de los Titulares. Al adquirir los Valores, los Titulares reconocen y aceptan que autorizan expresamente al Fiduciario a otorgar dicha información, con el alcance establecido en dicha cláusula del Contrato de Fideicomiso.

## **11. ENTIDAD REGISTRANTE**

El Fiduciario actúa como Entidad Registrante de la presente emisión, siendo el encargado de llevar el Registro, de acuerdo a los términos incluidos en el presente Documento de Emisión.

## **12. COTIZACIÓN**





Los Valores cotizarán en BEVSA y/o la Bolsa de Valores de Montevideo.

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

LA BOLSA DE VALORES DE MONTEVIDEO NO ASUME RESPONSABILIDAD ALGUNA, PRINCIPAL NI DE GARANTÍA, POR LOS VALORES EMITIDOS POR EL FIDEICOMISO, NI POR EL CONTENIDO DEL PROSPECTO, QUE TUVO A LA VISTA. ASIMISMO NI LA BOLSA DE VALORES DE MONTEVIDEO NI SUS DIRECTIVOS, GERENTES PRINCIPALES O ASESORES, EFECTÚAN UNA RECOMENDACIÓN O PREDICCIÓN ALGUNA RESPECTO DE LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PROSPECTO DE EMISIÓN, SOBRE EL FIDEICOMISO, SOBRE EL O LOS NEGOCIOS PROPUESTOS, NI SOBRE TODAS LAS INSTITUCIONES QUE EN FORMA DIRECTA O INDIRECTA PARTICIPAN EN O CON EL FIDEICOMISO, NI ASUMEN RESPONSABILIDAD ALGUNA PRINCIPAL NI DE GARANTÍA POR LOS VALORES EMITIDOS POR EL FIDEICOMISO. LA BOLSA DE VALORES DE MONTEVIDEO NO ASUME LA OBLIGACIÓN DE REPRESENTAR A LOS TITULARES DE LOS VALORES EMITIDOS POR EL FIDEICOMISO ANTE CUALQUIER INCUMPLIMIENTO DEL EMISOR, SALVO QUE LA INSTITUCIÓN HUBIERE SIDO DESIGNADA ENTIDAD REPRESENTANTE DE LOS MISMOS.

### **13. PROSPECTO**

EF ASSET MANAGEMENT AFISA es responsable de la veracidad de la información económica, financiera y comercial incluida en el prospecto.

### **14. RATIFICACIÓN Y ACEPTACIÓN**

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

### **15. COMUNICACIONES**

Todas las notificaciones, solicitudes, demandas u otras comunicaciones que el Fiduciario realice a los Titulares, se considerarán debidamente efectuadas cuando las mismas sean enviadas por cualquier medio fehaciente al domicilio que el Titular de cada Valor haya declarado en el Registro que lleva el Fiduciario.

### **16. JURISDICCIÓN Y COMPETENCIA**

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

## 17. REGISTRO DE LA EMISIÓN

La presente emisión de Valores se realiza en un todo conforme con la ley 18.627 de fecha de 16 de diciembre de 2009 y reglamentaciones vigentes, y fue inscripta en el Registro de Valores del Banco Central del Uruguay según Resolución de fecha 20 de julio de 2011, que habilita su oferta pública bajo la ley 18.627.

Por EF Asset Management AFISA

A handwritten signature in black ink, consisting of several loops and a long horizontal stroke at the end.

ANEXO 3

CONTRATO DE ADMINISTRACIÓN

A handwritten signature or scribble in black ink, located in the lower-left quadrant of the page. It consists of several overlapping loops and a long, sweeping tail that extends towards the right.

## CONTRATO DE ADMINISTRACIÓN

En la ciudad de Montevideo a los 6 días del mes de mayo de 2011, entre POR UNA PARTE: EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A., representado en este acto por Sandra González, con domicilio en Avenida Luis Alberto de Herrera 1248, World Trade Center, Torre B, Piso 12, Montevideo, "el Fiduciario"; Y POR OTRA PARTE: Agroempresa Forestal S.A., representado en este acto por Francisco Bonino, con domicilio en Av. Brasil 1061, Rivera, en adelante también denominada como "el Administrador"; se ha convenido el siguiente contrato de prestación de servicios:

### 1. ANTECEDENTES

Con fecha 6 de mayo de 2011, se convino el contrato de fideicomiso denominado "Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay" (en adelante "Contrato de Fideicomiso") entre los suscriptores iniciales de los Valores en sus calidades de fideicomitentes, EF Asset Management AFISA en su calidad de fiduciario financiero y Agroempresa Forestal S.A. en su calidad de administrador.

Con base en los términos y condiciones del Contrato de Fideicomiso, resultan que las funciones administración del Fideicomiso sean ejercidas por una persona distinta del Fiduciario.

Conforme a lo previsto en el Contrato de Fideicomiso, las funciones de administración quedarán a cargo del Administrador.

Dado el conocimiento y experiencia en la gestión de administración de patrimonios forestales, resulta conveniente designar al Agroempresa Forestal S.A. como Administrador durante la vigencia del Contrato de Fideicomiso, sin perjuicio de los supuestos de renuncia o revocación del Administrador, en los términos y condiciones de este Contrato.

Por el presente Contrato, el Administrador acepta el ejercicio de las funciones, atribuciones y deberes de administrador según lo dispuesto en el Contrato de Fideicomiso a los términos del presente Contrato.

### 2. DEFINICIONES

Los términos en mayúsculas tendrán el mismo significado que el atribuido a los mismos en el Contrato de Fideicomiso.

### 3. ADMINISTRACIÓN DE LOS BIENES FIDEICOMITIDOS

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

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



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

#### 4. BIENES FIDEICOMITIDOS

Con los fondos provenientes de la colocación de los Valores del Fideicomiso, el Fiduciario invertirá en Inmuebles rurales para el posterior desarrollo de la actividad silvícola, en las condiciones previstas en el Contrato de Fideicomiso, para que integren el patrimonio del Fideicomiso. El Fiduciario invertirá en aquellos Inmuebles que sean recomendados por el Administrador de acuerdo a lo previsto en el Plan de Negocios siguiendo los procedimientos que se establecen en el presente Contrato.

#### 5. FUNCIONES Y RESPONSABILIDADES DEL ADMINISTRADOR

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

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



establece en el presente Contrato. El Administrador tendrá acceso a los saldos y movimientos de las Cuentas, pero únicamente tendrá facultades para girar sobre los fondos depositados en la Cuenta Operativa.

- (p) Realizar todas las compras y contrataciones que resulten necesarias a fin de ejecutar el Plan de Negocios.
- (q) Confeccionar el presupuesto anual del Fideicomiso de acuerdo al Plan de Negocios (el "Presupuesto"), el cual deberá ser puesto a disposición del Fiduciario y de los Titulares antes de los 15 Días Hábiles del comienzo de cada Ejercicio Anual de que se trate. El Presupuesto deberá estimar los costos, gastos y demás pagos que deba realizar el Administrador en virtud de la administración de los Bienes Fideicomitidos durante el período presupuestado, en todos los casos indicando su relación y grado de cumplimiento con el Plan de Negocios, así como toda otra información que el Administrador o el Fiduciario estimen relevante. El Presupuesto indicará el monto a ser depositado por el Fiduciario en la Cuenta Operativa que se estime necesario para el cumplimiento del Plan de Negocios durante el período abarcado por el Presupuesto de que se trate.
- (r) Elaborar los informes trimestrales de gestión de acuerdo a la Cláusula 33 de este Contrato, en el cual se indique el desarrollo del programa de inversiones como así también cualquier información que pudiera resultar relevante a los Beneficiarios. Asimismo deberá informar al Fiduciario inmediatamente de ocurrido cualquier hecho o acto relacionado con la ejecución del Plan de Negocios que pudiera incidir considerablemente en la inversión realizada por los Titulares.
- (s) Elaborar reportes trimestrales al Comité de Vigilancia, informando sobre las compras de agroquímicos detallándose: los precios de los mismos, su comparación con otras opciones del mercado y el proveedor.
- (t) Determinar al finalizar cada Cierre de Ejercicio los Fondos Netos Distribuibles e informarlo al Fiduciario para efectuar los pagos que correspondan.
- (u) Proponer a la Asamblea de Titulares la venta anticipada, de parte o el total de los Activos, en casos que entienda que exista una oportunidad que pueda resultar atractiva para los Titulares.

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

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

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

El Administrador será responsable por los reclamos que se generen relacionados con empresas tercerizadas, solamente cuándo éstas se hayan iniciado por incumplimiento



del Administrador de alguna de las obligaciones de control de contratistas establecidas en el Plan de Negocios. Si por el contrario el Administrador cumplió con todas sus obligaciones, aplicando todos los criterios de selección y control establecidos, pero igualmente se genera un reclamo, entonces la responsabilidad será asumida directamente por el patrimonio del Fideicomiso.

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

#### **6. ESTÁNDARES MÍNIMOS DE DESEMPEÑO DEL ADMINISTRADOR**

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

- (a) Compra de tierras: dentro de los primeros 3 (tres) años, a contar desde la Fecha de Emisión, deberá comprarse al menos el 50% de las tierras definidas en el Plan de Negocios. En el caso de que las compras 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, reduciéndose la superficie final del proyecto.
- (b) Plantación: sobre las superficies compradas y evaluadas como plantables, se deberá haber plantado un 80% de las mismas como mínimo, cuando hayan transcurrido un plazo de 2 años desde la entrega de los campos por parte de los vendedores.
- (c) Prendimiento: para el total de la superficie plantada cada año, deberá lograrse un prendimiento mínimo de 80% del stand inicial. Esta evaluación se hará en mayo del año siguiente al año evaluado. En caso de eventos climáticos extremos, como sequías (déficit de precipitaciones iguales o mayores al 45% de la media del lugar en los 2 meses siguientes a la plantación) o granizadas que afecten la plantación; el Administrador no será responsable del incumplimiento de esta meta siempre que los mismos sean comprobables.

El control sobre la compra de tierras será realizado directamente por el Fiduciario en función de las compras realizadas.

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.

#### **7. ACTUACIÓN DEL ADMINISTRADOR POR EL FIDEICOMISO**

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

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

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

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

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

#### **8. RENUNCIA DEL ADMINISTRADOR**

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

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



W



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 prevista hasta que se haga efectiva su renuncia.

#### **9. CAUSALES DE REVOCACIÓN DEL ADMINISTRADOR**

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

- (a) incumplimiento calificado en cuanto a su naturaleza, gravedad y consecuencias de alguna de sus obligaciones, y no la remediare dentro del plazo de treinta (30) Días Hábiles de recibida la pertinente intimación del Fiduciario;
- (b) incumplimiento de cualquiera de los estándares mínimos de gestión establecidos en la Cláusula 10 del Contrato de Fideicomiso;
- (c) no brindare al Fiduciario la información correspondiente y necesaria, conforme al Contrato de Fideicomiso, para que el Fiduciario cumpla con la carga informativa que le es propia frente a los Titulares;
- (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.

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.

#### **10. DESIGNACIÓN DEL ADMINISTRADOR SUSTITUTO**

En cualquier caso de inhabilitación, remoción o cualquier otro supuesto de vacancia en



el cargo del Administrador, el Fiduciario requerirá de inmediato el consentimiento de la Mayoría Absoluta de Titulares para el nombramiento del Administrador sustituto, a cuyo efecto propondrá como mínimo tres (3) posibles sustitutos.

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

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

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

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

#### 11. CONFLICTOS DE INTERESES

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

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

Sin perjuicio de lo anterior, si una determinada entidad en la cual el Fideicomiso mantiene inversiones, por razones ajenas al Fiduciario y al Administrador, pasa a ser Vinculado respecto de cualquiera de ellos, la situación deberá ser comunicada al Comité de Vigilancia en caso que se encuentre constituido o a la Asamblea de Titulares dentro de los 5 Días Hábiles siguientes del día en que haya ocurrido el hecho y deberá regularizarse dentro del plazo de dos años contados desde que ésta se produjo.

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



CF

exista algún cambio.

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

- (c) El Fideicomiso no podrá comprar tierras de propiedad del Administrador y/o sus Vinculados. Previo a toda compra, el Administrador deberá presentar al Fiduciario una declaración jurada indicando que el vendedor no es Vinculado al Administrador. En caso que sin perjuicio de no tratarse de un Vinculado, exista entre el Administrador o su personal superior y el vendedor, un vínculo de consanguinidad hasta el tercer grado o de afinidad hasta el segundo grado, el Administrador deberá comunicarlo al Fiduciario y al Comité de Vigilancia, y solamente se podrá realizar la compra 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 adquiriera dicha condición como consecuencia de la inversión en ella de los recursos del Fideicomiso.
- (g) El Administrador no podrá durante el período que el Fideicomiso se encuentre invirtiendo en tierras, ni directa ni indirectamente, participar en otros proyectos de fondos y fideicomisos forestales de oferta pública en Uruguay, que compren tierras en el área de injerencia del Fideicomiso, excepto que así sea autorizado por una Mayoría Especial de Titulares.

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

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



## 12. RETRIBUCIÓN DEL ADMINISTRADOR

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

- (a) una cantidad fija anual de US\$ 511.000 (dólares americanos quinientos once mil) ajustada según paramétrica y coeficiente anual;
- (b) una compensación por desempeño ("performance fee") en caso que la Tasa de Retorno (TIR) del proyecto sea superior al 6%, percibiendo el Administrador un 15% 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\$ 50 millones) 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 6%, se le aplicará el porcentaje del 15%, 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.

## 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.



2

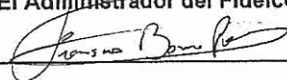
El Fiduciario

  
\_\_\_\_\_

Nombre:

Cargo:

El Administrador del Fideicomiso

  
\_\_\_\_\_

Nombre: Francisco Bonino Perez

Cargo: Director



ANEXO 4

CONTRATO DE ENTIDAD REPRESENTANTE

A handwritten signature in black ink, consisting of several loops and a long tail stroke, positioned in the lower center of the page.

## CONTRATO DE ENTIDAD REPRESENTANTE

En la ciudad de Montevideo, el día 9 de mayo de 2011, entre, por una parte, **EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.**, en su calidad de fiduciario del "FIDEICOMISO FINANCIERO FORESTAL BOSQUES DEL URUGUAY" (en adelante, el "Fideicomiso"), representada en este acto por Sandra González, con domicilio en Avda. Dr. Luis Alberto de Herrera 1248, Torre B, Piso 12 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 el Ec. 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 El presente se celebra de acuerdo a lo establecido en el Contrato de Fideicomiso de fecha 6 de mayo de 2011, celebrado entre el Fiduciario, Agroempresa Forestal S.A. y los Suscriptores Iniciales de los Valores (en adelante el "Contrato de Fideicomiso").

1.2 Los principales términos y condiciones de la emisión de los Certificados de Participación son los siguientes:

Denominación:	Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay
Fideicomitentes:	Suscriptores iniciales de los Valores
Fiduciario:	EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.
Entidad Registrante:	EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.
Administrador:	Agroempresa S.A.
Organizador:	Agroempresa S.A.
Agente de Pago:	EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.
Títulos a emitirse:	Certificados de Participación escriturales ("Valores" o "CP")
Importe de la Emisión:	Hasta US\$ 50.000.000
Fecha de emisión:	Una vez registrada la oferta en el BCU.
Activos:	El Fideicomiso invertirá en la compra de Inmuebles rurales para desarrollar una explotación forestal.

Moneda:	Dólar billete
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.
Plazo del Fideicomiso:	30 años o hasta el momento en que se cancelen en forma total los Valores emitidos por el Fiduciario, y se cancelen las demás obligaciones del Contrato de Fideicomiso.
Calificadora de Riesgo:	CARE Calificadora de Riesgo S.R.L.
Inscripción:	Banco Central del Uruguay.
Cotización:	Bolsa de Valores de Montevideo y/o BEVSA

## 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 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 EF AFISA 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 CP 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 DE EF AFISA

EF AFISA en su calidad de fiduciario del Fideicomiso: (a) garantiza a la Entidad Representante y, a través de él, a los Titulares, la veracidad de los datos contenidos en el prospecto de emisión y la razonabilidad de las proyecciones allí contenidas; (b) indemnizará y mantendrá indemne a la Entidad Representante por cualquier perjuicio que pudiera irrogársele en el cumplimiento de este Contrato; (c) le suministrará a la Entidad Representante toda la información económica – financiera y del estado de los negocios del Fideicomiso y/o del Emisor que razonablemente le requiera para el debido cumplimiento del encargo; (d) entregará a la Entidad Representante toda aquella información periódica y permanente y los hechos relevantes que esté obligado a divulgar al BCU y a la bolsa en donde coticen los Valores, con el contenido, en la forma y en la oportunidad que dispongan la Ley de Mercado de Valores, así como demás normas reglamentarias y complementarias vigentes o que se dicten en el futuro y la normativa interna de las bolsas de valores en donde coticen los Valores; (e) soportará, y en su caso reintegrará a BEVSA, todos los gastos que efectúe la Entidad Representante para la suscripción y el cumplimiento del presente Contrato en la protección de los



derechos e intereses de los Titulares (incluyendo en todos los casos, los honorarios profesionales de su asesores legales); (f) abonará a la Entidad Representante la remuneración pactada; (g) se entregará copia a la Entidad Representante de la información sobre el importe total recibido por la emisión de los Valores, los descuentos efectuados por los montos adeudados a la Entidad Representante u otros agentes de la emisión, según lo establecido en los respectivos contratos, así como de los Valores no colocados.

#### 4. ENTREGA DE DOCUMENTACIÓN A LOS TITULARES

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

#### 5. OBLIGACIONES DE LA ENTIDAD REGISTRANTE

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

#### 6. REPRESENTACIÓN Y DEFENSA DE LOS DERECHOS DE LOS TITULARES

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

#### 7. EXONERACIÓN DE RESPONSABILIDAD

7.1 Desde ya los Titulares y el Emisor exoneran de responsabilidad a la Entidad Representante por los resultados de su gestión, así como por la realización de cualquier medida tendiente a proteger los derechos de los Titulares, salvo los casos de dolo o culpa grave (art. 464, ley N° 16.060).

7.2 La Entidad Representante podrá consultar con sus asesores cualquier medida a



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

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

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

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

#### **8. RESCISIÓN UNILATERAL. RENUNCIA DE LA ENTIDAD REPRESENTANTE. DESIGNACIÓN DE NUEVA ENTIDAD REPRESENTANTE**

8.1 La Entidad Representante podrá renunciar como entidad representante y rescindir el presente Contrato por su sola voluntad, sin necesidad de expresión de causa alguna y sin responsabilidad alguna de su parte, en cualquier momento, debiendo comunicar tal decisión a los Titulares (a opción de la Entidad Representante, en sus domicilios registrados con EF AFISA como entidad registrante o mediante publicación en dos diarios de amplia circulación en la capital, por tres días consecutivos) y al Emisor, con al menos 60 (sesenta) días corridos de anticipación. La rescisión no dará derecho al Emisor para reclamar la devolución de suma alguna que hubiere abonado a la Entidad Representante como retribución por sus servicios prestados de acuerdo a lo pactado en este contrato.

8.2 Comunicada la renuncia de la Entidad Representante, éste convocará una



asamblea de Titulares que deberá designar, por el voto conforme de de uno o más Titulares, cuyos Valores representen en conjunto un valor nominal superior al 75% (setenta y cinco por ciento) del total de Valores emitidos a la fecha de que se trate, a la nueva entidad representante, la que deberá aceptar dentro de los 15 (quince) días siguientes a la resolución de la asamblea o de la mayoría requerida de Titulares. En ningún caso la nueva entidad representante podrá ser accionista, vinculada, controlante o controlada del Emisor (según la definición de los artículos 48 y 49 de la Ley N° 16.060).

8.3 La Entidad Representante no estará obligada a explicitar los motivos de su renuncia ni será responsable de la misma bajo ningún concepto, salvo dolo o culpa grave. Tampoco será responsable por la no aceptación de la calidad de entidad representante por parte de un tercero, pero deberá continuar ejerciendo dicha función hasta que se designe a una entidad representante sustituta o hasta el vencimiento del plazo de preaviso dispuesto en la cláusula 8.1 anterior, lo que ocurra primero.

8.4 En caso que Titulares que representen por lo menos el 20% (veinte por ciento) del valor nominal de los Valores emitidos, soliciten a la Entidad Representante la convocatoria de una asamblea de Titulares para remover a la Entidad Representante y designar un sustituto, la Entidad Representante deberá convocarla. Para su remoción y la designación de una nueva entidad representante se requerirá el voto conforme de uno o más Titulares, cuyos Valores representen en conjunto un valor nominal superior al 75% (setenta y cinco por ciento) del total de Valores emitidos a la fecha de que se trate, siendo de aplicación lo establecido en la cláusula 8.2 del presente.

## 9. ACTUACIÓN DE TITULARES. ASAMBLEAS Y RESOLUCIONES DE TITULARES. COMPETENCIA

9.1 Forma de actuación de los Titulares. (a) Actuación en Asamblea: Cualquier solicitud, requerimiento, autorización, instrucción, noticia, consentimiento, decisión y otra acción establecida en este Contrato de Fideicomiso o en Contrato de Entidad Representante o en los Valores como correspondiendo a los Titulares o a determinadas mayorías de Titulares será adoptada en Asamblea de Titulares. (b) Prueba de la decisión adoptada por los Titulares: La suscripción de cualquier instrumento por parte de un Titular o de su apoderado se podrá probar por cualquier medio satisfactorio para la Entidad Representante y el Fiduciario.

9.2 Asambleas de Titulares. (a) Solicitud de Convocatoria: En cualquier momento el Fiduciario, la Entidad Representante o Titulares que representen al menos el 20% (veinte por ciento) del valor nominal de los Valores emitidos, podrán convocar, a través de la Entidad Representante, una Asamblea de Titulares. La Entidad Representante la convocará dentro del plazo de 60 (sesenta) días de recibida la solicitud. (b) Fecha y lugar de las Asambleas: Las Asambleas tendrán lugar en la ciudad de Montevideo en el lugar que la Entidad Representante determine y, en cuanto a su constitución y funcionamiento para adoptar resoluciones, se aplicarán las disposiciones sobre asambleas de accionistas establecidas en la Ley N° 16.060 (arts. 345, 346, 347), en todo lo que no se oponga a lo dispuesto en este Contrato o en el Documento de Emisión o en el Prospecto. (c) Día de cierre de registro: La Entidad Representante podrá establecer un día de cierre de registro de los Titulares, a fin de determinar la identidad de los mismos. (d) Formalidades de la convocatoria: La Entidad

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

9.3 Desarrollo de las Asambleas. (a) Asistencia: Las únicas personas que estarán facultadas para asistir a las Asambleas de Titulares serán los Titulares registrados con derecho a voto, los representantes del Fiduciario, el Administrador, la Entidad Registrante, las Bolsas de Valores en las que los Valores coticen, el BCU y los asesores o terceros que la Entidad Representante razonablemente y a su exclusivo criterio acepte que asistan. (b) Presidencia de la Asamblea: Las asambleas serán presididas por la Entidad Representante o por un Titular o por cualquier tercero que la Entidad Representante designe. (c) Procedimiento para el desarrollo de la Asamblea: La Entidad Representante tendrá plenas y amplias facultades para resolver en forma inapelable cualquier duda o controversia que se plantee respecto al procedimiento para llevar a cabo la asamblea, pudiendo reglamentar su funcionamiento en cualquier momento, incluso durante el desarrollo de la asamblea, y sin que tal reglamentación, decisión o interpretación sea un precedente para otras situaciones en la misma asamblea ni para asambleas futuras, conservando la Entidad Representante en todos los casos las más amplias facultades de decisión inapelables. La Entidad Representante podrá disponer, entre otros aspectos, que una votación sea secreta. (d) Quórum de asistencia: El quórum de asistencia requerido para que la asamblea sesione válidamente será de Titulares que representen un porcentaje del valor nominal de los Valores, que sea igual o mayor al porcentaje que corresponda a las mayorías que se requieran para adoptar las decisiones que se proponen. A fin de determinar el quórum para sesionar y las mayorías correspondientes para resolver, no se tendrán en cuenta ni tendrán derecho a voto en las Asambleas de Titulares, aquellos Titulares que tengan vinculación directa o indirecta con el Fiduciario. (e) Mayoría Absoluta de Titulares: Toda resolución de Titulares se adoptará por el voto conforme de al menos dos Titulares cuyos Valores representen en conjunto un valor nominal superior al 50% (cincuenta por ciento) del valor nominal de los Valores emitidos, deducidos los Valores propiedad de los accionistas del Fiduciario, empresas o personas vinculadas, controlantes o controladas según lo definen los artículos 48 y 49 de la Ley 16.060, salvo que este Contrato, el Contrato de Entidad Representante, el Documento de Emisión o la legislación vigente requieran una mayoría superior. Se deja expresa constancia que los accionistas del Fiduciario, empresas vinculadas, controlantes o controladas pueden tener participación en las Asambleas por los Valores que sean sus titulares pero sus decisiones no serán computadas a los efectos del voto. (f) Derecho a voto: Tendrán derecho a voto aquellos Titulares presentes en la Asamblea que estén debidamente registrados como titulares de Valores según el registro llevado por la Entidad Registrante. Cada Valor dará derecho a un voto. A fin de determinar los quórum para sesionar y las mayorías correspondientes para resolver, no se tendrán en cuenta ni tendrán derecho a voto aquellas Valores que hubieran sido adquiridas por sus accionistas del Fiduciario, empresas o personas vinculadas, controlantes o controladas según lo definen los artículos 48 y 49 de la Ley 16.060. La Entidad Representante podrá exigirle al Fiduciario que declare por escrito y bajo su responsabilidad si ha adquirido, directa o indirectamente, Valores o si está en conocimiento de que lo hayan hecho sus accionistas, vinculadas, controlantes o controladas (según lo definen los artículos 48 y 49 de la ley 16.060) y que indique su monto. (g) Obligatoriedad de las resoluciones de las Asambleas: Toda decisión adoptada en una Asamblea regularmente celebrada por el voto de Titulares que representen el porcentaje requerido para dicha decisión, será obligatoria para todos los Titulares, aún para los ausentes o disidentes.

9.4 Competencia de las Asambleas. (a) Competencia. La Asamblea tendrá



competencia para adoptar resolución sobre cualquier asunto contenido en el orden del día. La Asamblea de Titulares, por el voto conforme de uno o más Titulares, cuyos Valores representen en conjunto un valor nominal superior al 75% (setenta y cinco por ciento) del total de Valores emitidos, podrá resolver: (i) Modificar las condiciones de emisión de los Valores, únicamente en cuanto a la reducción o quita de capital, o cualquier otro monto adeudado por los Valores. (ii) Consagrar la forma de enajenación de los bienes del patrimonio fiduciario. (iii) Designar a la persona que tendrá a su cargo la enajenación del patrimonio como unidad de los bienes que lo conforman. (iv) Aprobar la venta anticipada, de parte o el total de los Activos, a partir del quinto año, a propuesta del Administrador. (v) Aprobar cambios al Plan de Negocios, a propuesta del Administrador. (vi) 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. (vii) 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

La Entidad Representante recibirá por los servicios que prestará en virtud de tal calidad



y conforme a lo establecido en el presente Contrato, una comisión anual de US\$ 12.000 (dólares americanos doce mil) más IVA. Dicha suma será pagada por el Emisor de forma adelantada dentro de los 10 (diez) primeros días de cada período anual. La remuneración constituirá un "Gasto del Fideicomiso" bajo el Fideicomiso y será descontada y abonada a la Entidad Representante, en los términos de dicho Contrato de Fideicomiso.

#### **11. GASTOS Y TRIBUTOS**

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

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

#### **12. CONDICIÓN SUSPENSIVA**

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

#### **13. LEY APLICABLE**

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

#### **14. MORA AUTOMÁTICA, NOTIFICACIONES, DOMICILIOS ESPECIALES**

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

14.2 Las partes acuerdan otorgar validez a todas las comunicaciones que se realicen por medio de telegrama colacionado u otro medio auténtico a los domicilios indicados en la comparecencia, los que se tendrán por especiales a todos los efectos del presente contrato.

#### **15. OTORGAMIENTO**

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





---

p. EF Asset Management AFISA



---

p. Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A.



ANEXO 5

INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO

**CARE**

CALIFICADORA DE  
— RIESGO —

---

**CALIFICACION DE RIESGO DE  
CERTIFICADOS DE PARTICIPACION EN EL  
DOMINIO FIDUCIARIO DEL FIDEICOMISO  
FINANCIERO FORESTAL BOSQUES DEL  
URUGUAY**

**CARE Calificadora de Riesgo**

Montevideo, junio de 2011

---

CARE - Soriano 1459 apto. 201 - Tel. 24181017





## SUMARIO

---

RESUMEN GENERAL		Página
SECCION I.	INTRODUCCIÓN	4
SECCIÓN II.	EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACION	7
SECCIÓN III.	LA EMPRESA ADMINISTRADORA	9
SECCIÓN IV.	EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS	14
SECCIÓN V.	EL ENTORNO	20
SECCION VI.	CALIFICACION DE RIESGO	27
ANEXO I.	INFORME DE CONTINGENCIAS JURIDICAS	28
ANEXO II.	ANALISIS DE LAS TENDENCIAS DEL MERCADO INTERNACIONAL	35

---



## RESUMEN

Calificación Oferta Pública 27-06-11 Emisión:
Denominación: Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay
Fiduciario: EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.
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.
Títulos a emitir: Certificados de participación
Activos del Fideicomiso: Proyecto de compra inmuebles rurales a explotar
Moneda: Dólares americanos
Importe de la emisión: Hasta US\$ 50.000.000
Calificadora de Riesgo: CARE
Calificadora de Riesgo
Calificación de Riesgo: BBB (uy)

## RESUMEN GENERAL

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

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

- Una construcción financiera que desde el punto de vista jurídico ofrece las garantías necesarias tal como se aprecia en el informe jurídico adjunto. (Anexo I)
- Un negocio que desde el punto de vista económico financiero para el inversor soporta los stresses ajenos al negocio a los que razonablemente la emisora y la calificadoradora han sometido el proyecto.
- 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.
- De modo especial se ha evaluado la capacidad de gestión de la empresa administradora del proyecto - Agroempresa Forestal -, 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.
- Además se prevé la constitución de un órgano de control interno designado por los titulares (cláusula 32 contrato de fideicomiso) denominado Comité de Vigilancia con el fin de garantizar la transparencia de la gestión e intervenir con amplias facultades.
- Al tratarse de un proyecto a largo plazo para la maduración de las inversiones, y al depender esta maduración crucialmente de operaciones realizadas al comienzo del mismo, se incluyó el compromiso de monitoreo, con una frecuencia mayor a la validez de la calificación, de dos hechos que ponderan fuertemente la gestión de la administración: la compra de tierra tal como se proyecta, y el porcentaje de ésta con plantaciones eficazmente "prendidas".
- La verificación del cumplimiento de esas dos condiciones debería llevar, todo lo demás constante, a una mejora de la nota.

## SECCIÓN I. INTRODUCCIÓN

### 1. Alcance y marco conceptual de la calificación

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para calificar los certificados de participación en el dominio fiduciario del fideicomiso financiero nominado "Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay".

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 no obstante una recomendación o una garantía de CARE para futuros inversores, y por tanto la calificación debe considerarse a los efectos de cualquier decisión como un punto de vista a considerar entre otros. CARE no audita ni verifica la exactitud de la información presentada, la que sin embargo procede de fuentes confiables a su juicio.

*El marco conceptual de esta calificación supone un ejercicio prospectivo por el cual se confiere una nota que califica el desempeño esperado del fideicomiso, conforme al proyecto de ejecución del negocio forestal e inmobiliario que su administración está mandatada a realizar. Admitido el rango de T.I.R.s 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 T.I.R.s calculadas en el proyecto ni de los costos de oportunidad del capital o costo promedio ponderado de capital (WACC) de los inversores porque es diferente en cada caso. En definitiva, la nota seguirá entre otros criterios el cumplimiento del proyecto y el alcance de una rentabilidad mínima que se juzgue aceptable en ocasión de cada recalificación.*

CARE Calificadora de Riesgo es una calificadora con registros y manuales aprobados por el Banco Central del Uruguay con fecha 3 de abril de 1998. Califica conforme a su metodología oportunamente aprobada por dicha autoridad, seleccionando los profesionales necesarios para integrar en cada caso el comité de calificación, el que juzga en función de sus manuales. Estos, su código de ética, registros y antecedentes se encuentran disponibles en el sitio web: [www.care.com.uy](http://www.care.com.uy) así como en el del regulador: [www.bcu.gub.uy](http://www.bcu.gub.uy). El comité de calificación estuvo integrado en este caso por la Cra. Raquel Vázquez y por el Ing. Julio Preve, contratando el informe sectorial del Ing. Juan Peyrou que se agrega en el Anexo II. Asimismo CARE contrató los servicios del estudio jurídico Herrera asociados, cuyo informe también se adjunta (ver Anexo I).

La vigencia de la calificación es de un año. No obstante la misma puede variar ante la aparición de hechos relevantes. En los primeros años del proyecto se considerarán hechos relevantes la evolución semestral de la compra de tierras así como de la plantación y prendimiento de las especies forestales. El fiduciario se compromete a proveer esta información. Todo lo demás constante, el cumplimiento de metas de compra de tierra y prendimiento de montes debería ir incrementando la nota.



### **Antecedentes generales**

Del prospecto se toma un resumen de las características del negocio que deriva de la emisión de 50 millones de dólares en certificados de participación.

El objetivo general del Fideicomiso es desarrollar un proyecto para la plantación de maderas de Eucalyptus para comercializarlas en el mercado uruguayo e internacional, aprovechando las ventajas comparativas de la silvicultura en la región.

Se trata de una estructura financiera de inversión a largo plazo respaldada por un activo tangible que aumenta de valor, desarrollada mediante un plan forestal gestionado.

El Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay tiene como objetivo proveer a los inversores retornos a largo plazo, logrados a través de la valorización del activo en plantaciones forestales, siguiendo adecuados estándares productivos, ambientales y sociales.

El desarrollo del emprendimiento forestal gestionado comienza con la adquisición de tierras, sigue con la plantación de los árboles y culmina con producción y comercialización de madera sólida y madera con destino a pulpa, y venta de la tierra originalmente adquirida. Aunque de menor importancia, se generan ingresos por pastoreo.

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

Las principales características del proyecto son:

- Administración a cargo de Agroempresa Forestal S.A., una compañía líder en la prestación de servicios forestales, con más de 10 años de experiencia en el mercado local.
- Estructuración de una opción de inversión a largo plazo, respaldada por el retorno de las operaciones inmobiliarias y forestales.
- Adquisición de aproximadamente 10.000 hectáreas de campo, de las cuales se forestarán aproximadamente 6.700 (67% de aprovechamiento estimado). Para la compra, se seleccionarán propiedades que según sus características de ubicación y recursos (suelo, infraestructura, etc.) ofrezcan la opción de mayor rentabilidad.
- Ubicación del proyecto en el centro-este del país: en el norte de Florida, Cerro Largo, Rocha, Treinta y Tres y Lavalleja, por ser una zona de gran potencial para la explotación forestal.



- Establecer una plantación eficiente y de alta calidad de las especies Eucaliptus Grandis (60% aproximadamente) y Eucaliptus 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 -sólida y triturada.
- Proyección de una cosecha total de 2,76 millones de m3: tres cuartas partes del volumen para la producción de pulpa, y el resto para aserrado. No obstante, más de la mitad del margen por ventas de madera proviene de la madera de alto valor.
- Respecto al ingreso por ventas total estimado, aproximadamente un 76% correspondería a venta de madera, 22% a la venta de la tierra al final del proyecto, menos del 1% a ingresos por pastoreo y 1% a la venta de certificados de carbono.
- Una estimación de TIR para el inversor de 8.58% con una probabilidad del 90% de situarse entre 6.49% y 9.55%.

#### **1. Información analizada y procedimientos operativos**

La información analizada fue la siguiente:

- Prospecto de emisión
- Contrato de fideicomiso
- Documento de emisión
- Estados Contables con Revisión Limitada al 31 de marzo de 2008, 31 de marzo de 2009 y 31 de marzo de 2010 de Agroempresa Forestal S.A.
- Entrevistas a informantes calificados para verificación de reputación de Agroempresa Forestal S.A.
- Informes de gestión.
- Protocolos de gestión.
- Estados Contables del Fiduciario que figuran en el Banco Central del Uruguay, al 31/12/2007, 31/12/2008, 31/12/2009 y 31/12/10, con sus correspondientes Anexos, Notas e Informes de Auditor independiente (Deloitte) sin observaciones.



## SECCIÓN II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

Se ofrecen en oferta pública certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay, creado por contrato correspondiente de fideicomiso financiero. Este contrato, los certificados y los demás contratos citados se analizan en la presente sección.

### 1. Descripción general

Denominación:	Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay
Fiduciario:	EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.
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.
Títulos a emitirse:	Certificados de participación
Activos del Fideicomiso:	El Fideicomiso invertirá en la compra de Inmuebles rurales para desarrollar una explotación forestal.
Moneda:	Dólares
Importe de la Emisión:	Hasta US\$ 50.000.000
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.
Precio:	100%
Calificadora de Riesgo:	CARE calificadora de Riesgo
Calificación de Riesgo:	BBB (uy)

### 2. El análisis jurídico

El análisis jurídico se agrega en el Anexo I (Informe de Contingencias Jurídicas).

Del mismo se destaca lo siguiente:

- Respecto de las contingencias subjetivas: *"De lo expuesto resulta entonces que tanto el fiduciario como el organizador y administrador se encuentran autorizados por el ordenamiento jurídico vigente a participar en calidad de partes en el fideicomiso analizado, resultando válidas y eficaces las obligaciones asumidas por las mismas como consecuencia del mismo".*



- Respecto de las contingencias objetivas: "...el contrato prevé varias instancias de participación y control por parte de aquellos..., dotando al proyecto de un grado aceptable de transparencia hacia los inversores en la ejecución del plan de negocios." En particular el informe destaca como fortalezas las diferentes instancias de participación de los inversores en distintos aspectos de la gestión del propio negocio. De entre ellos destaca el rol del llamado Comité de Vigilancia, nombrado por la Asamblea de Titulares, con amplias facultades tanto vinculadas a las compras de tierra como a la propia administración.
- En lo que respecta a la adecuación de la estructura del fideicomiso analizado con el orden jurídico vigente, el negocio estructurado cumple con las normas legales y reglamentarias que disciplinan el fideicomiso financiero, siendo las más relevantes en la especie los artículos 3 y 25 a 32 de la ley 17.703.
- La conclusión del informe es: "A modo de síntesis y contemplando todos los aspectos involucrados, se constata un razonable grado de cobertura, no advirtiéndose riesgos sustanciales asociados a contingencias jurídicas en el proceso de emisión proyectado".

### 3. Riesgos considerados

**Riesgo jurídico de estructura.** Comprende el análisis de la eventualidad de incumplimientos en el pago al beneficiario, derivado de defectos en la estructura jurídica por no cumplir con alguna norma de aplicación, así como eventualmente por la aplicación de sentencias judiciales derivadas de demandas de eventuales perjudicados por la creación oportunamente descrita. Visto el informe antes mencionado se concluye que el *riesgo jurídico de estructura* se considera *prácticamente inexistente*.

**Riesgo por illiquidez.** La posibilidad de salir de los títulos ante eventuales situaciones de stress constituye un atributo favorable del "papel", que en este caso se verifica en todos sus términos.



## SECCIÓN III. LA EMPRESA ADMINISTRADORA

Las características de la emisión hacen necesario analizar dos empresas administradoras: EF ASSET MANAGEMENT en su condición de emisora y fiduciaria del fideicomiso financiero, y Agroempresa Forestal S.A. en su capacidad de gestionar el proyecto. Ambas componen el contrato de fideicomiso financiero. Se trata de evaluar la capacidad de gestionar, de administrar un patrimonio, para lograr el cumplimiento de las obligaciones de administración que se establecen en el contrato que constituye el fideicomiso. Integra este análisis el ajuste de EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A. a las disposiciones nacionales jurídicas vigentes.

### 1. EF ASSET MANAGEMENT

La fiduciaria se encuentra debidamente inscripta en el Banco Central del Uruguay en el Registro de Valores – Sección Fiduciarios Financieros, por comunicación N° 2004/188 de fecha 9 de julio de 2004 y en el Registro Nacional de Comercio el 7 de abril de 2003 con el N° 2014 – Ruc: 214769530012.

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

Es auditada por Deloitte.

### 2. Agroempresa Forestal S.A.

Se trata en este caso de la evaluación acerca de la capacidad de ejecutar el proyecto forestal. CARE ha formado su juicio a través de la información proporcionada por el fiduciario, de documentación proporcionada por Agroempresa Forestal S.A. (en adelante AF) respecto de idoneidad y antecedentes, de entrevistas en la empresa, de verificaciones de reputación, etc. Como se ha señalado el punto crucial es la evaluación de la capacidad de gerenciamiento del proyecto que motiva la emisión.

Agroempresa Forestal S.A fue creada en el Uruguay en el año 2000, y ha operado en servicios forestales varios y en la venta de agroquímicos para el sector. A partir del 2008/2009 se separó la venta de agroquímicos a una nueva empresa, La Novillada S.A. En 2007 AF abrió en Chile, donde es dueña del 95% de la empresa. En 2010 abre en Brasil, siendo propietaria del 83% de la empresa. El resto son socios locales. En la actualidad existe asimismo una empresa que es AF global, que es la propietaria de esas cuatro empresas.

En nuestro país, AF ofrece servicios forestales en un área superior a las 80.000 hectáreas por año para diferentes clientes, con una facturación de la empresa y sus divisiones que ha promediado USD 7,2 millones en los últimos cuatro ejercicios. Asimismo, la empresa está administrando a la fecha activos valuados en más de USD 100 millones.

De sus balances surge lo siguiente:





- La moneda funcional de sus estados contables es el dólar americano y no la moneda local uruguaya, considerando que la primera refleja la sustancia económica de los eventos y circunstancias relevantes para la sociedad, según surge de la Nota 2 a los estados contables correspondientes al ejercicio finalizado al 31 de marzo del 2010.
- El Patrimonio al 31 de marzo de 2010 es de U\$S 310.352., que surge de la diferencia entre el Activo por U\$S 1.447.567 y el Pasivo por U\$S 1.137.215.
- Los Resultados Netos de los ejercicios finalizados al 31 de marzo de 2009 y 2010 fueron positivos por U\$S 84.041 y U\$S 85.531 respectivamente.
- Los ingresos por venta de servicios fueron U\$S 3.921.905 y U\$S 2.720.048 en los ejercicios 2009 y 2010 respectivamente. Los ingresos por ventas de bienes bajaron considerablemente de un ejercicio al otro (pasando del orden de U\$S 4 millones a U\$S 37 mil), debido a que la comercialización de bienes se comenzó a realizar por otra empresa.
- Al 31 de marzo del 2010 existen demandas laborales contra la empresa por aproximadamente U\$S 360.000 (Nota.12). Solo se han provisionado las demandas por las cuales existe seguridad suficiente que determinarán una erogación por un total de U\$S 13.000.
- La empresa identifica como riesgos financieros (Nota 3 a los Estados Contables al 31 de marzo de 2010) los siguientes: riesgo de mercado (incluyendo riesgo cambiario y riesgo de precios), riesgo de crédito, riesgo de liquidez y riesgo de tasa de interés sobre los flujos de caja. La administración del riesgo es ejecutada por la Gerencia, de acuerdo a las políticas generales formuladas por el Directorio. *CARE comparte la identificación de esos riesgos como fundamentales, cuestión que será analizada en el capítulo de Proyecto.*

Dispone de un equipo profesional de buena reputación, especializado y totalmente independiente, ingenieros agrónomos, técnicos forestales, supervisores de campo, a los que se suman empresas de servicios asociadas.

AF ha conseguido las siguientes certificaciones:

- Norma ISO 9000 desde 2004.
- Norma Forest Stewardship Council (FSC). AF preparado y logrado que más de 15.000 hectáreas sean certificadas FSC en Uruguay.
- 9° en el ranking Great Place to Work 2006.



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

La empresa asimismo ha prestado servicios (podas, raleos, aplicaciones) a más de 300.000 hectáreas forestadas en los últimos cuatro años en Uruguay según se detalla en el prospecto de emisión.

AF presenta cuatro unidades de negocios: Control de Malezas; Venta de Agroquímicos; Administraciones Forestales; Consultoría.

En el primer y segundo caso - servicios de control de malezas y en la venta de herbicidas en el sector forestal- tiene una participación del 50% del mercado según estimaciones de la empresa. Opera en los tres segmentos del sector forestal: compañías forestales, administradoras forestales y productores medianos o agrupaciones (productores y empresas individuales).

AF administra a la fecha unas 20.000 hectáreas en Uruguay. Y ha desarrollado trabajos de consultoría a empresas reconocidas como Stora Enso Uruguay, Uruwood, Global Forest Partners.

Tiene dos alianzas en el abastecimiento de herbicidas. A partir del 2001 se alcanzó una alianza estratégica en materia de herbicidas con Dow Agro Sciences, convirtiéndose en el principal distribuidor en el sector forestal de la marca Dow. Para el 2005, AF cierra otro acuerdo con la firma Agritec, para el abastecimiento de productos específicos.

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

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

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

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



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

La estructura de la toma de decisiones parece adecuada y la gestión derivada de ella se encuentra recogida en diversos protocolos que la calificadora ha revisado y que se han ido elaborando a los efectos de acceder a las diversas certificaciones. Ellos son por ejemplo: Guía de funcionamiento general de la empresa, manual de campo, procedimiento de acciones correctivas y preventivas, manual de calidad y otros.

La empresa se verá sometida a diversas instancias de juzgamiento y de rendición de cuentas que en conjunto dan satisfacción al cuidado de la inversión. Estas instancias abarcan controles documentales, administrativos y productivos, algunos de ellos realizados por el fiduciario y otros por el llamado Comité de Vigilancia que representa a los inversores. En particular CARE ha entendido necesario además recibir información con una periodicidad semestral, acerca de la compra de tierras y los porcentajes de prendimiento de las plantaciones. Por otra parte en el contrato de fideicomiso financiero se establecen cuáles funciones puede ejecutar y los límites a las mismas, así como las penalidades ante la falta de cumplimiento de metas productivas. Estas penalidades solo aparecen ante incumplimientos graves en el proyecto tales como la no compra de la tierra dentro de los primeros tres años; plantar el 80% en dos años y obtener un prendimiento mínimo del 80 % de lo plantado cada año.

*No obstante la nota puede modificarse si no se cumple con los compromisos del proyecto que son mucho más estrictos en sus objetivos temporales, por ejemplo la compra de la tierra se prevé el 80% en el primer año y 20% en el segundo.*

Finalmente se destaca que el Fideicomiso Bosques del Uruguay 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).<sup>1</sup>

#### **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. La fiduciaria, se encuentra debidamente inscrita en el Banco Central del Uruguay en el Registro de Valores – Sección Fiduciarios Financieros, por comunicación N° 2004/188 de fecha 9 de julio de 2004 y en

---

<sup>1</sup> La FWC es una institución internacional no gubernamental sin fines de lucro que certifica un manejo forestal ambientalmente apropiado, socialmente benéfico y económicamente viable.



el Registro Nacional de Comercio el 7 de abril de 2003 con el N° 2014 – Ruc: 214769530012. El Sr. Diego Rodríguez Castagno, en su calidad de presidente tiene facultades para representar a la sociedad, en virtud de lo establecido en el artículo 28 de los estatutos sociales. En cuanto a AF o a quien eventualmente la suceda ocurre lo mismo.

**Riesgo administración**, considerando la idoneidad para cumplir con la función de AFS.A. En virtud de todos los análisis practicados; teniendo presente su reputación en el medio en el que actúa, tanto para colegas como competidores y bancos; considerando su experiencia previa; considerando de modo especial su compromiso con el proyecto; teniendo presente el seguimiento que hará el fiduciario de aspectos centrales para su desempeño; se considera que el riesgo de incumplimiento de la administradora con las responsabilidades del proyecto es prácticamente inexistente.

**Riesgo de conflictos**, derivado de la posibilidad de juicios capaces de interferir con el mandato recibido y en tanto la existencia de previsiones para enfrentarlos. Por iguales razones que el anterior, resulta poco probable que aun dándose conflictos, el fiduciario y la administradora no pudieran resolverlos a satisfacción del proyecto.

**Riesgo por cambio de fiduciario** está adecuadamente previsto en los casos correspondientes, que dejan esta posibilidad a los inversores adecuadamente representados.

**Riesgo por cambio de administrador forestal**, se encuentra también previsto en función de diversos resultados.



## SECCIÓN IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

### 1. Bienes fideicomitidos y aspectos descriptivos del proyecto

Según el contrato de Fideicomiso Financiero en el numeral 4 se define cuáles serán los Bienes Fideicomitidos y establece que "con los fondos provenientes de la colocación de los Valores, el Fiduciario invertirá en inmuebles rurales para el posterior desarrollo de la actividad silvícola, en las condiciones previstas en este Contrato, para que integren el patrimonio del Fideicomiso". Agrega que constituirán además Bienes Fideicomitidos los importes integrados por los suscriptores de los Valores que permanezcan en el Fideicomiso sin ser invertidos en inmuebles; los importes que se mantengan en la Reserva para Amortización de Valores y la Reserva para Contingencia; y todos los demás bienes, derechos y obligaciones de cualquier naturaleza que integren el patrimonio del Fideicomiso, emergentes de la ejecución y desarrollo del Plan de Negocios y del propio funcionamiento del Fideicomiso y de las colocaciones transitorias realizadas en valores. Por lo tanto el Patrimonio del Fideicomiso estará constituido por los Activos y por todos los derechos económicos presentes y futuros que generen los mismos.

Con los fondos provenientes de la colocación de los Valores, el Fiduciario invertirá en los inmuebles rurales para el posterior desarrollo de la actividad silvícola proyectada, en las condiciones contractuales previstas y de acuerdo al siguiente detalle:

Cuadro No. 1 Uso de fondos proyectado		
CONCEPTO	Miles de USD	%
Tierra y activo Fijo	28.180	56%
Costos de producción	5.634	11%
Implantación de bosques	5.447	11%
Administración (Año 1 al 9)	5.938	12%
IVA compras	4.148	8%
Impuesto Patrimonio	1.854	4%
Costos certificados carbono	440	1%
Costo Estructuración (Año 1 al 9)	1.745	3%
Otros	472	1%
Ingresos	(3.859)	-8%
<b>TOTAL</b>	<b>50.000</b>	<b>--</b>

Fuente: Empresa

Las proyecciones se presentan por un período igual a la duración del fideicomiso, o sea 20 años, del 2011 al 2031.

Los supuestos utilizados en las proyecciones, los cuáles son aceptados por CARE dado su rigor técnico son:

- Como tasa de descuento de los flujos de fondos se calculó la tasa de Costo Promedio Ponderado de Capital o WACC. Para ello se utilizaron las siguientes variables:
  1. Rendimiento de los bonos del tesoro norteamericano con vencimiento a 10 años
  2. Prima de riesgo de mercado (promedio geométrico período 1977-2009)
  3. Riesgo País (UBI a julio de 2010)
  4. Beta del sector Paper/Forest Products
- Dado que la inversión se financia en un 100% con certificados de participación, la tasa de Costo Promedio Ponderado de Capital estimada coincide con la tasa de Costo del Capital Propio, situándose en un 7,55%.
- 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 proyecciones de ingresos provienen de:
  1. Venta de la madera
  2. Venta de la tierra
  3. Pastoreos.
  4. Contablemente se registra el crecimiento de los bosques de acuerdo a la Norma Internacional de Contabilidad No. 41- Agricultura.
- Los costos operativos surgen de estimaciones, que "representan únicamente una tentativa en la anticipación de los costos reales" e incluyen:
  1. Los costos del Administrador Forestal
  2. Los costos de Silvicultura
  3. Los costos de Mantenimiento
  4. Los costos de Cosecha y Transporte
- Las estimaciones utilizadas tanto para los precios de los ingresos como de los costos se consideran razonables a juicio de CARE considerando el análisis de los técnicos acerca de los valores actuales y esperados de esos precios. CARE ha realizado una exhaustiva investigación del mercado actual de la madera y las proyecciones más esperadas de los mismos, razón por la cuál no tiene discrepancias.

## 2. Evaluación de rentabilidad de la inversión (T.I.R. y V.A.N.)

El Proyecto planteado en el prospecto presenta una Tasa Interna de Retorno promedio en dólares del 9.85% y un Valor Actual Neto de U\$S 18 millones, considerando una tasa de descuento del 7.55% efectiva anual en dólares, ambas calculadas con el enfoque de inversión.



Desde el punto de vista del inversor y de acuerdo a las proyecciones realizadas el inversor obtendría una T.I.R. en dólares del 8.58%, tal como surge del flujo de fondos. El flujo para el inversor surge de considerar sus aportes para inversión y gastos operativos a incurrir hasta la primera generación de ingresos por venta de madera. Luego, los inversores retiran el neto resultante de la venta de la madera, una vez deducidas las inversiones y gastos hasta el próximo corte. Al final del Fideicomiso se tala el 100% de los bosques y se venden los campos comprados. De esos ingresos se descuenta la performance fee del Administrador, si corresponde.

### 3. Análisis de riesgo del proyecto

En la metodología de calificación de CARE se identifican las variables de riesgo y se sensibilizan los flujos futuros en función de valores estimados técnicamente para las mismas.

En este caso en particular y con la utilización de los programas @Risk y Montecarlo, se presentan los flujos ya sensibilizados, de acuerdo a la probabilidad esperada de ocurrencia de esos valores y con una distribución determinada. Las herramientas utilizadas son de recibo para CARE y es por ello que no se hace otro tipo de sensibilización, ya que la precisión en la aplicación de estos programas y la cantidad de variables que involucran, logran una información de escenarios posibles que cubre las necesidades de CARE para la calificación.

#### a. Identificación de variables sensibles

En la presentación del Proyecto se identificaron como variables sensibles para el modelo las categorías que se describen a continuación y que CARE comparte como las "grandes variables", necesarias de ser monitoreadas con periodicidad a los efectos de actualizar la calificación en la medida que estos hechos se den o no en los plazos y condiciones previstas.

A continuación se describen las principales variables identificadas como sensibles:

- **Crecimiento:**

1. M3/há de IMA E.Grandis
2. M3/há de IMA E.Dunnii
3. % de Area Forestada

- **Campos.**

1. % de Aprovechamiento
2. Valor de Compra de la Tierra
3. % Aumento Anual en el valor de la tierra



- **Comercial**

1. U\$\$ M3 del precio del madera aserrada
2. U\$\$ M3 del precio madera pulpa
3. % Incremento anual del precio
4. Km distancia promedio a destino pulpa
5. Km distancia promedio a destino aserrado
6. U\$\$ M3 costo cosecha Dunnii
7. U\$\$ M3 costo cosecha Grandis
8. U\$\$ M3 costo raleo Grandis R9
9. U\$\$ M3 costo raleo Grandis R 14
10. U\$\$/km camión costo de flete

Cabe recalcar que las variables productivas consideradas así como los flujos futuros suponen la obtención previa, que CARE considera probable en los tiempos previstos, de los tres permisos correspondientes. (Poder Ejecutivo por compra de tierras, Dirección General Forestal del MGAP, y la Dirección Nacional de Medio Ambiente). La o obtención de cualquiera de los tres supone causal de extinción del fideicomiso.

**b. Modelo de simulación**

De acuerdo a lo explicado el Proyecto presentado construyó un modelo de simulación utilizando el programa @Risk, que es una herramienta de simulación y gestión del riesgo y permitió introducir en forma explícita la incertidumbre existente en las variables claves. O sea que en lugar de plantearse escenarios con valores específicos, se asignó una distribución de probabilidad triangular en cada una de las variables seleccionadas y de acuerdo a las variables establecidas. Para sensibilizar el crecimiento de los bosques se utilizó una distribución discreta.

Como resultado de aplicar esta metodología, se obtuvo el valor esperado del V.A.N. y de la T.I.R., así como la probabilidad que el V.A.N. se sitúe dentro de cierto rango de valores.

El resultado del análisis de simulación Montecarlo, muestra que la TIR del proyecto es 9.85% con una probabilidad de 90% de ubicarse entre 7.39% y 11% anual en dólares y que el VAN, calculado a una tasa de descuento del 7,55%, es 18.3 millones de dólares. La selección de esta tasa de descuento el WACC que es el costo promedio del capital, supone un objetivo severo para las mismas proyecciones, porque resulta en una tasa muy difícil de lograr en inversiones comunes en el momento actual.

A su vez, la TIR del inversor es 8.58 % con una probabilidad del 90% de ubicarse entre el 6.49% y 9.55%.





Los supuestos en las variables físicas consideradas – porcentaje de plantación, prendimiento, crecimiento por especie, rendimiento, etc.- se consideran razonables. Asimismo y como se ha referido en varias partes de este informe, Care ha establecido la obligación de información semestral al comienzo del proyecto, acerca de las variables físicas más relevantes como son compra de la tierra y porcentaje de prendimiento. Más aún; todo lo demás constante, el cumplimiento de estas metas debería ir incrementando la nota.

Cabe subrayar la fortaleza que le confiere al análisis de riesgo la inclusión de ingresos derivados del negocio inmobiliario, ya que éste no depende solo del desempeño económico del sector forestal. La tierra como resguardo de valor puede evolucionar en su precio de un modo diferente al de las producciones que da sustento. En definitiva se trata de dos fuentes de ingresos que varían en sentido no necesariamente correlacionados.

En cuanto a los supuestos de variables económicas, las proyecciones a 20 años implican un cierto nivel de incertidumbre. No obstante y en lo que refiere a esos supuestos económicos de la proyección que se consideran adecuados, se transcribe la conclusión del informe sectorial del Anexo II:

*"El mercado internacional ofrece perspectivas que sustentan razonablemente las proyecciones presentadas, tanto para madera para pulpa como para madera de aserrío.*

*El desempeño exportador del sector forestal uruguayo, así como el comportamiento a nivel global del mercado internacional, constituyen antecedentes consistentes para la proyección.*

*Los precios manejados para los productos exportables (pulpa de Eucaliptus dunnii y grandis y los rollos de grandis para aserrado), resultan razonables, situándose por debajo de los niveles de los últimos años."*

Riesgos considerados:

**Riesgo de generación de flujos.** A partir de lo anterior se trata de señalar la capacidad de generar los flujos en el plazo pactado. Considerando el permanente seguimiento que se hará al cumplimiento en plazo y forma por CARE, se considera que existe un riesgo moderado y posible de ser controlado a tiempo de generación de los flujos.

**Riesgo de gerenciamiento.** Implica evaluar la capacidad de la empresa administradora de cumplir con los planes y el proyecto presentado. De acuerdo a los antecedentes analizados se concluye que no existe este riesgo dado la capacidad comprobada de la empresa de llevar a cabo el proyecto. Asimismo refuerza ese análisis las previsiones contractuales de cambio de empresa administradora si no pudiera cumplir con el mismo.

**Riesgo de descalce de monedas.** Los ingresos y egresos más relevantes están previstos en la misma moneda, por lo que este riesgo es prácticamente inexistente. Aunque de hecho existen servicios por definición no transables, el mercado los trata como si lo fueran trasladándoles el riesgo antes referido al pagarlos en vínculo con los valores internacionales de los productos.



## SECCIÓN V. EL ENTORNO

El análisis de entorno refiere a la evaluación de factores futuros que pueden afectar la generación de los flujos propuestos, pero que derivan de circunstancias ajenas a la empresa y refieren al marco general. Tienen que ver con la evolución esperada de los mercados interno o internacional de insumos y productos, así como con el análisis de políticas públicas capaces de incidir directamente en el cumplimiento de los objetivos planteados. Por políticas públicas se entiende no solo las domésticas sino las de los países con los que existe comercio. Este último aspecto tiene que ver no solo con las condiciones de acceso para un rubro exportador, tales como aranceles, restricciones no arancelarias y medidas de frontera en general. Se vincula también con la existencia de acuerdos bilaterales o multilaterales, particularmente relevantes para el país en su producción de alimentos. Sin embargo en el caso de los productos forestales, al menos hasta ahora, el cúmulo de barreras y disciplinas está – afortunadamente- mucho menos desarrollado y es frecuentemente vinculado a temas medio ambientales en los que el país y especialmente este proyecto destacan por su cuidado y certificaciones a él vinculadas.

En este caso el análisis de mercado, por las características del rubro, es el internacional relevante, para el que CARE ha contratado un estudio a cargo del Ing. Juan Peyrou que se recoge en detalle en el Anexo II.

Dado el plazo extendido de las proyecciones que se corresponde a la naturaleza del propio proyecto, el análisis de entorno se expresa solo en términos de grandes tendencias.

### **Las políticas públicas y la compra de tierras**

La ley 18092 y sus decretos reglamentarios establecen la obligación de pedir autorización al Poder Ejecutivo para la compra de tierras a los fiduciarios de fideicomisos financieros de este tipo. Las tensiones que se verifican dentro del gobierno contrarias a la aceptación de estas formas de propiedad no parecen por ahora prosperar. No obstante no pueden descartarse. De ocurrir, el fideicomiso prevé su propia extinción (art. 32).

### **Las políticas públicas y la forestación**

Si bien resulta difícil en general establecer la posibilidad de la introducción de riesgos a cualquier proyecto derivados de modificaciones en las políticas públicas en un plazo tan largo, este riesgo en el caso de la forestación parece mucho más atenuado. En efecto la promoción de esta actividad ha concitado una especial concordancia en todos los sectores políticos desde hace ya mucho tiempo. La ley forestal 15939 del año 1987 fue sostenida por las diferentes administraciones y, según existe consenso unánime, fue responsable del crecimiento del área plantada que pasó de 26 mil hectáreas en 1988 a las 840 mil estimadas en la actualidad. Esta superficie ha conformado una masa crítica suficiente para el establecimiento de industrias de porte internacional, que se extienden en el país y que a la vez configuran un nuevo estímulo a la producción.

La ley mencionada dio un marco estable para la actividad, probablemente más relevante por su estabilidad que por los propios beneficios acordados. Estos se



refirieron a subsidios al costo de plantación, y exoneración de impuestos de base territorial, en tanto referidos a proyectos aprobados por la autoridad correspondiente (Ministerio de Ganadería, Agricultura y Pesca). En la actualidad los subsidios al costo de plantación han desaparecido, permaneciendo las exoneraciones tributarias de la ley, a las que se suma como beneficio el régimen general de devolución de impuestos indirectos en la exportación así como el de promoción de inversiones.

La legislación definió áreas de prioridad forestal según características edafológicas, y especies para los proyectos promovidos. Cabe destacar que la superficie plantada es todavía muy inferior a la de prioridad forestal que alcanza las 3,5 millones de hectáreas.

Pero si bien hay elementos del pasado que fortalecen la visión nacional respecto del sector, y la prioridad que le asignan todos los partidos políticos, hay un hecho del pasado reciente que compromete definitivamente a todo el sistema político con el sector y que parece eliminar prácticamente todo riesgo político en contra del mismo. Se trata de la defensa realizada en La Haya por el conflicto con Argentina en razón de la instalación de la pastera de Botnia, hoy UPM. La conducta del país puede verse como un refuerzo del compromiso de todo el sistema político con la actividad.

Finalmente, el vínculo que comenzará a establecerse entre la actividad y todo el sistema previsional, por la naturaleza política de la suerte de este último, refuerza también la estabilidad probable de las políticas en su consideración favorable al sector, que por otra parte va incorporando más mano de obra lo que también coadyuva a esa estabilidad de marco.

Solo aparecen como elementos negativos los abusos derivados de la legislación de tercerizaciones (ley 18099) que la empresa conoce bien y es esperable que se moderen en el tiempo.

*En conclusión el riesgo de políticas públicas se considera bajo.*

#### **La forestación y el precio de la tierra**

El proyecto es también un negocio inmobiliario que supone la compra a un precio que a la fecha se considera adecuado en su media y su rango de variación: 2700 dólares por hectárea, más menos 500. Al final del proyecto la venta de la tierra forma parte de los ingresos del fideicomiso. La simulación asume una valorización del 3 % anual más una hipótesis de inflación en dólares. Ambas conducen a la determinación de un precio de venta de la tierra para la reforestación en 20 años de 6626 dólares por hectárea.

Si el precio de compra subiera más de lo previsto en forma significativa y no se modificaran a la vez y en el mismo sentido otros ingresos caería la TIR. De manera que la decisión y modo de compra resulta fundamental, y se ha incorporado de modo especial un compromiso de administración, que supone la compra del 80 % de la tierra en el 2011 y 20 % en el 2012.



Por otra parte y como lo refiere el análisis del mercado internacional del Anexo II, las perspectivas a largo plazo del negocio forestal deberían llevar a un incremento significativo del precio de la tierra. Este precio va a estar influido además por la escasez de la misma para múltiples usos con los que viene compitiendo, en virtud de que la tecnología ha permitido desdibujar los límites existentes entre los diferentes tipos de suelo por sus posibilidades de uso y manejo. Esto quiere decir que si las compras se realizan de acuerdo a lo planteado, la valorización posterior, que beneficiará al proyecto, va a derivar no solo del desempeño favorable del sector forestal, sino de la demanda de tierra que, tecnología mediante, sobrevendrá, como ya ocurre, desde otros usos alternativos para la misma.

Finalmente cabe destacar que ya en la actualidad en Brasil se alcanzan precios que en algunos casos se comparan con los del fin del proyecto. A este propósito véase a título de ejemplo el cuadro que sigue, tomado del IEA (Instituto de Economía Agrícola) de San Pablo, en "Valor de Terra Nua", para operaciones reportadas en 634 municipios en 39 regiones del Estado.

Informaciones similares se recogen de otros estados en promedio para el año 2009. Por ejemplo Santa Catarina U\$S 2967, Minas Gerais U\$S 1951, Paraná U\$S 3534. <sup>2</sup>

*En conclusión el riesgo mercado en el precio de la tierra se considera bajo a muy bajo.*

---

<sup>2</sup> Fuente: CIFlorestas.com.br



**Cuadro No.2 Precio promedio de la tierra para reforestación en el Estado de San Pablo según IEA (en R/ha y promedios en US\$/há. Año 2010)**

REGIÓN	Media	Moda	Mediana	Municipios
Andradina	8595	8264	8264	13
Aracatuba	9642	9917	9917	18
Araraquara	6921	6198	6198	16
Assis	5269	4959	5372	16
Avare	8079	7438	7438	12
Barretos	6198	4132	6198	18
Bauru	7541	8264	7851	15
Botucatu	8886	8264	9298	11
Brg. Paulista	11473	14463	10744	17
Campinas	12377	12397	12397	17
Catanduva	9628	10331	9711	18
Dracena	4433	3512	3512	16
Fernandópolis	8512	10331	8264	12
Franca	8306	8264	8264	13
Gen. Salgado	8077	8264	8264	21
Guaratingueta	3689	4132	3719	18
Itapetininga	9091	10331	10331	14
Itapeva	4545	2066	3926	15
Jaboticabal	11295	12397	12397	14
Jales	8678	8678	8678	22
Jau	9401	4959	7851	14
Limeira	13039	14463	14463	14
Lins	10180	8264	10331	13
Marília	5597	6198	6198	13
Mogi das Cruzes	7895	10331	7231	12
Mogi-Mirim	12397	8264	12397	11
Orlandia	12397	6198	12397	12
Ourinhos	9256	8264	9091	17
Pindamonhangaba	8452	8264	8264	21
Piracicaba	10262	12397	9298	16
Pres. Prudente	3461	2066	2583	21

(Continúa)



(Continuación Cuadro 2)

Registro	2503	2066	2066	17
Rib.Preto	10626	10331	10331	19
S.J.Boa Vista	10368	12397	12397	16
S.J.Rio Preto	13164	12397	12397	24
Sao Paulo	8202	6198	6198	34
Sorocaba	11203	12397	12397	19
Tupa	2981	2893	2893	14
Votuporanga	8926	8264	8264	11
PROMEDIOS	8501	8185	8405	16
US\$/ hectárea	5001	4815	4944	

### ***El proceso reciente de la forestación nacional***

El proceso de la forestación en el Uruguay sugiere el surgimiento de un nuevo rubro agropecuario y agroindustrial a partir de fines de los 80 hasta el momento actual, en el que parece haber alcanzado su madurez, entendida ésta como la instalación de empresas industriales de gran porte, y la creciente importancia de ahorro internacional en las explotaciones a través de fondos de diferente naturaleza. Al mismo tiempo las exportaciones de todo el complejo, tanto en valor total como en su tendencia esperada, sugieren un dinamismo que solo tuvo algún percance en el año 2009 en razón de la crisis internacional, del cual se viene recuperando al igual que todas las materias primas. En el Anexo II se muestra además la creciente participación que se espera de las economías emergentes en el comercio mundial.

En la actualidad el destino principal de las exportaciones del complejo es Europa (68,2 % en el año 2008), pero el mismo año Asia ya suponía ese año el 22,6 %.

En cuanto a los negocios según especie, las perspectivas de cada una se detallan en el prospecto pero aquí se deja constancia de la selección acertada del eucaliptus que muestra perspectivas favorables y, al sembrarse dos de sus especies, se diversifican los destinos de la explotación.

Cabe señalar asimismo que si el negocio futuro discurre como mínimo en las tierras de "prioridad forestal", éstas triplican por lo menos a las forestadas en la actualidad. En efecto las así nominadas superan los tres millones de hectáreas. En ellas se logran crecimientos altamente competitivos en la comparación internacional, lo que despeja este factor como fuente de competitividad.



<b>Cuadro No. 3 Principales variables del sector forestal en el tiempo</b>				
	1988	2003	2008 *	2010 *
Superficie acumulada (ha)	26.000	645.000	812.164	840.000
Exportaciones (1)	13:191	108:110	959:151	720:000
Inversiones (1)	34:181	553:308	2.400:000	2.434:308
Inversiones en %:				
Plantación-Manejo	56%	70%	33%	21%
Industria	S/D	19%	59%	73%
Equipamiento	44%	11%	7%	6%
Empleo: Puestos permanentes	4.128	10.110	11.635	19.019
Has. forestadas/trabajador permanente (2)		64	69	44
Total suelos de prioridad forestal (en has)				3.574.303
(1) En miles de dólares				
(2) Solo fase primaria				
* Estimaciones				
Fuente: SPF (Sociedad de Productores Forestales)				

Por su parte en el sector agroindustrial, de madurez reciente, se destacan inversores de porte con diferentes orientaciones tales como, a título de ejemplo: Agrifox, Centro Forestal Chileno, Forestal Oro Verde, RMK Timberland Group, Stora Enso, Teyma Forestal, Chipper, Forestal Atlántico Sur, Forestal Caja Bancaria, Urufor, Weyerhaeuser, Urupanel, Andritz, UPM Botnia, Ence, Kemira. Con estas se cubren diferentes orientaciones tales como madera para industria, astillada o chips, aserrada, paneles de madera contrachapada y celulosa.

También se destaca en el propio prospecto el surgimiento de muy diversas modalidades empresariales para la explotación forestal, que suponen otras tantas formas de organización empresarial de la producción. Este fideicomiso es precisamente una de ellas, y todas conforman una madurez de gestión destacable frente a otros rubros.

Como debilidad actual se puede mencionar además del tema laboral ya mencionado, la carencia de inversiones en infraestructura que parece empezar a encaminarse a través de la promoción que ha comenzado el gobierno de las llamadas PPP (Public Private Partnership).





### ***El marco internacional***

La breve descripción que aquí se recoge del sector en el Uruguay, muestra que en definitiva el sector cuenta con la organización institucional y los recursos como para encarar una expansión posible. Para ello resulta crucial advertir acerca de las perspectivas del mercado internacional. Para ello CARE contrató el análisis que se acompaña en el Anexo II, del que se destacan los siguientes puntos:

- Crecimiento esperado de la población
- Crecimiento económico
- Cambios en el patrón del crecimiento económico, más intenso en las economías emergentes con efecto mayor en la demanda de productos forestales.
- Aspectos ambientales, y su expresión en políticas públicas que limitarán la oferta de zonas competitivas.
- Políticas energéticas, el uso de biomasa en la producción de energía, que incluye a productos forestales.
- En sentido contrario el reciclaje, como reducción de la demanda de madera. Se han ido desarrollando y continuarán haciéndolo, mecanismos de reciclaje de madera con la consiguiente disminución de la demanda por madera.
- En todos los subsectores considerados - madera aserrada, paneles de madera, papel y cartón, madera en rolo, bioenergía- las proyecciones presentadas hacen coincidir razonablemente, más allá de tasas importantes de crecimiento, el consumo y la producción, lo que vuelve razonables y prudentes todas las proyecciones, que toman un precio actual y lo ajustan en base a una proyección de inflación en dólares.

Finalmente se transcriben las conclusiones del informe del Anexo II:

"El mercado internacional ofrece perspectivas que sustentan razonablemente las proyecciones presentadas, tanto para madera para pulpa como para madera de aserrío.

El desempeño exportador del sector forestal uruguayo, así como el comportamiento a nivel global del mercado internacional, constituyen antecedentes consistentes para la proyección.

Los precios manejados para los productos exportables (pulpa de *Eucaliptus dunnii* y *grandis* y los rolos de *grandis* para aserrado), resultan razonables, situándose incluso por debajo de los niveles de los últimos años."

*En conclusión el riesgo de mercado en lo que refiere a la no producción o comercialización de los productos a los valores propuestos se considera bajo a muy bajo.*



## SECCIÓN VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

El dictamen se construye a partir de la asignación de ponderadores y puntajes a los factores de riesgo que integran cada área de riesgo (los títulos, la fiduciaria y 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) <sup>3</sup> de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor. Todo lo demás constante, el cumplimiento de metas de compra de tierra y prendimiento de montes debería ir incrementando la nota.

p. Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cra. Raquel Vazquez



<sup>3</sup> 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.



## ANEXO I

---

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

Montevideo, 20 de diciembre de 2010.

**INFORME DE CONTINGENCIAS JURÍDICAS**

**Consideraciones generales**

A los efectos de contextualizar el presente análisis, comenzaremos por analizar la naturaleza misma del contrato en cuanto a su tipicidad legal. En este sentido, la legislación nacional sobre la cual se estructura el fideicomiso financiero (art. 25 y siguientes de la ley 17.703), prevé un contrato tipo en el cual el inversor se posiciona en una situación jurídica activa, como titular de un derecho de crédito y su participación en las actividades desarrolladas por el fideicomiso se limitan al ejercicio de los derechos inherentes a su calidad de acreedor. Ese derecho de crédito puede resultar de títulos representativos de deuda, garantizados con bienes que integran el patrimonio fiduciario, de certificados de participación en dicho dominio o de títulos mixtos que conjugan ambos derechos.

Sin embargo, el fideicomiso analizado propone una estructura más compleja, donde el inversor asume un rol mucho más activo y en ese contexto resulta alcanzado por un haz obligacional que excede los tradicionales límites del fideicomiso financiero, asumiendo características propias de un fideicomiso de inversión o de la figura que en el derecho comparado se denomina Fondo de Inversión Directa.

Esta atípica estructuración jurídica, responde a la necesidad de articular derechos y obligaciones de las partes en el contrato y ordenarlas en función del proyecto de inversión forestal que se propone desarrollar. En este sentido, se trata de convocar inversiones que son canalizadas directamente al desarrollo de un proyecto productivo forestal, minuciosamente previsto en el plan de negocios que forma parte del contrato, en beneficio, claro está, de los propios inversores de riesgo. En esta estructura se encuentra estrictamente separada la titularidad del patrimonio fiduciario que en este



caso ejerce EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión SA, de la administración, gestión y ejecución del plan de negocios, que en este caso está a cargo de Agroempresa Forestal SA en su calidad de entidad profesional y especializada en la línea de negocio que se propone desarrollar.

**Contingencias subjetivas**

Entrando al análisis de la estructura del contrato de fideicomiso, corresponde detenernos en primer lugar en la comprobación del cumplimiento, por parte de los sujetos intervinientes, de las calidades y requisitos exigidos por el ordenamiento jurídico a los efectos de la validez y eficacia de las obligaciones asumidas por cada uno de ellos en el contrato, analizando especialmente los requisitos intrínsecos (capacidad, poder normativo negocial) y extrínsecos (autorizaciones administrativas).

En este sentido y en lo que tiene que ver con el fiduciario EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión SA, en tanto sociedad que ha sido constituida de acuerdo con lo previsto por el artículo 26 de la ley 17.703 y las previsiones de la ley 16.774, habiendo obtenido las autorizaciones correspondientes por parte del Banco Central del Uruguay, la misma posee capacidad jurídica y la celebración del contrato analizado en calidad de fiduciario se encuentra dentro de su ámbito de poder normativo negocial. Las mismas consideraciones son también aplicables a su participación como Entidad Registrante de los valores a emitirse.

En cuanto a Agroempresa Forestal SA de acuerdo con sus estatutos está dentro del objeto social el giro que involucra este emprendimiento de donde resulta que la misma posee capacidad jurídica y la celebración del contrato analizado en calidad de organizador y administrador se encuentra dentro del ámbito de su poder normativo negocial, teniendo sus representantes en



el contrato poder de representación suficiente para la celebración del contrato analizado.

En lo que respecta a los suscriptores de los certificados de participación los requisitos de capacidad jurídica y poder normativo negocial, tanto para realizar el contrato bursátil como para participar en calidad de parte en el contrato de fideicomiso; deberá ser determinado en cada caso, atendiendo a las particularidades personales o institucionales del inversor.

De lo expuesto resulta entonces que tanto el fiduciario como el organizador y administrador se encuentran autorizados por el ordenamiento jurídico vigente a participar en calidad de partes en el fideicomiso analizado, resultando válidas y eficaces las obligaciones asumidas por las mismas como consecuencia del mismo.

**Contingencias objetivas. Aspectos estructurales.**

La principal contingencia objetiva del fideicomiso que se constituye, atendiendo especialmente al interés de los inversores-beneficiarios, dice relación con el estricto cumplimiento del plan de negocios mediante la adquisición de la tierra, procediendo a la plantación y desarrollo de la producción hasta la comercialización de la madera dentro de los plazos previstos y manteniendo los gastos dentro de los márgenes establecidos inicialmente.

A los efectos de evitar que los inversores se mantengan como meros espectadores del desarrollo del proyecto productivo, el contrato prevé varias instancias de participación y control por parte de aquellos, participación que se logra dotando a los inversores de herramientas de acceso a la información y de contralor directo e indirecto del cumplimiento de metas y estándares productivos, dotando al proyecto de un grado aceptable de transparencia hacia los inversores en la ejecución del plan de negocios.

En este sentido, los inversores podrán participar de la gestión del negocio de tres formas distintas, a saber:



- a- De forma individual, cada inversor tendrá derecho: I) a solicitar que se convoque una Asamblea de Titulares de Certificados de Participación, siempre que logre la adhesión de otros titulares que en conjunto sumen al menos el 20% del capital suscrito y en circulación (cláusula 31.2); II) a obtener del Fiduciario informes trimestrales de gestión (cláusulas 9 y 33); a recibir del Fiduciario reportes de las auditorías operativas (cláusula 10).
- b- A través de la Asamblea de Titulares, el inversor tendrá voz y voto a los efectos de: I) autorizar la venta anticipada de parte o todos los activos (cláusula 9); II) Resolver sobre el cese del Administrador por mayoría especial cuándo se de algún supuesto de incumplimiento y designar un nuevo administrador (cláusula 13 y 14); Resolver sobre el cese del Fiduciario por mayoría especial cuándo se de algún supuesto de incumplimiento y designar un nuevo Fiduciario (cláusula 30) y III) conocer y resolver en situaciones de conflictos de intereses (cláusula 15).
- c- A través del Comité de Vigilancia el inversor podrá (art. 32): I) solicitar la entrega de informes trimestrales elaborados por el Administrador sobre el cumplimiento de las metas (cláusula 9); II) designar un técnico calificado para que lleve adelante las auditorías operativas para verificar el cumplimiento por parte del Administrador de las metas establecidas la cláusula 10 y III) autorizar la utilización de fondos adicionales cuándo superen el 20% del presupuesto previsto para cada año, a los efectos de afrontar gastos extraordinarios (cláusula 11).



A estos controladores realizados en forma directa por los inversores, deben agregarse los controles que debe llevar adelante el Fiduciario, que también es responsable por el cumplimiento de las metas y estándares establecidos en el contrato y el plan de negocios (cláusula 25).

En cuanto a la gestión profesional, teniendo presente que el fideicomiso gira en torno a un proyecto productivo específico y que la participación como administrador del proyecto de Agroempresa Forestal SA se hace casi imprescindible por su trayectoria, experiencia y capacidad de gestión, siendo además quien lo ha elaborado y promovido; se prevé que la empresa no podrá renunciar al proyecto salvo que exista una justa causa calificada. En este sentido, el contrato establece una enunciación de las hipótesis que se consideran justa causa (cláusula 12).

En lo que respecta a la ejecución del contrato de acuerdo con los estándares de la diligencia del buen hombre de negocios y la ejecución de las obligaciones de acuerdo con el principio de buena fe, resulta relevante establecer que del contrato se infiere tanto para el fiduciario como para el administrador que los mismos comprometen su responsabilidad patrimonial directa en caso de incumplimientos derivados de su actuar culposo o doloso. En lo atinente la adecuación de la estructura del fideicomiso analizado con el orden jurídico vigente, el negocio cumple con las normas legales y reglamentarias que disciplinan el fideicomiso financiero, siendo las más relevantes en la especie los artículos 3 y 25 a 32 de la ley 17.703.

Por otra parte y como fortaleza del sistema, hay que considerar especialmente que de acuerdo con el marco legal antes referido, los bienes incorporados (en este caso el producido por la colocación bursátil de los certificados de participación), responden únicamente por las obligaciones derivadas de la ejecución del plan de negocios y en última instancia a la cancelación de los valores emitidos. Este patrimonio no responde por deudas propias del administrador o del fiduciario que no estén originadas en la ejecución del plan de negocios (art. 7 Ley 17.703).

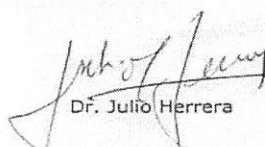


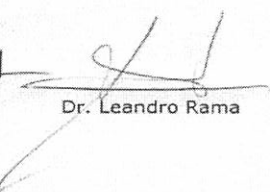


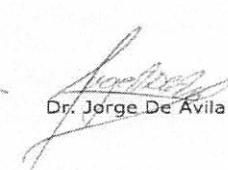
Como contrapartida, los bienes particulares del fiduciario (EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión SA) y del administrador (Agroempresa Forestal SA), no responderán por las obligaciones contraídas en la ejecución del fideicomiso, las que sólo serán satisfechas con los bienes fideicomitidos (art. 8 Ley 17.703).

**Conclusión.**

A modo de síntesis y contemplando todos los aspectos involucrados, se aprecia un razonable grado de cobertura, no advirtiéndose riesgos sustanciales asociados a contingencias jurídicas en el proceso de emisión proyectado.

  
Dr. Julio Herrera

  
Dr. Leandro Rama

  
Dr. Jorge De Ávila

## ANEXO II

---

A handwritten signature in black ink, consisting of several loops and a long tail stroke.

## Análisis de las tendencias del mercado internacional

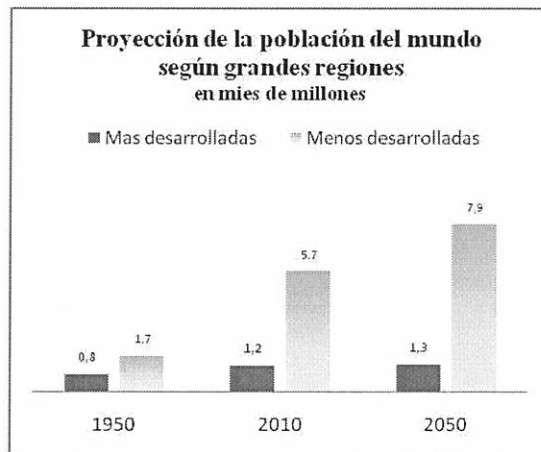
Por el Ing. Agr. Juan Peyrou

El análisis del mercado internacional, si bien resulta muy escaso en el informe original, provee evidencias que sustentan las proyecciones del programa definido. Es claro que en el caso resulta relevante las proyecciones de largo plazo, que abarquen, en lo posible, el periodo alcanzado por el proyecto, de aproximadamente veinte años.

Se identifican algunos factores claves en explicar el comportamiento a largo plazo del mercado forestal.

### 1) Crecimiento demográfico

El crecimiento de la población mundial previsto permite estimar que para los finales del proyecto, se alcanzará una cifra superior a los 8 mil millones de seres humanos.

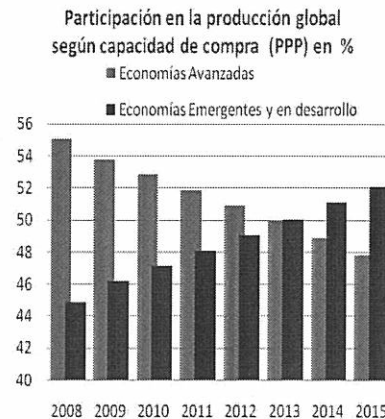


Fuente: United Nations, World Population Prospects: The 2008 Revision

### 2) Crecimiento económico.

La economía mundial ha aumentado el ritmo de crecimiento en los últimos veinte años, lo que de por sí se traduce en un aumento general de la demanda, en lo que se incluyen la madera y sus derivados. O sea, que además del crecimiento de la población, hay que considerar un aumento en el ingreso per cápita, lo que se reflejará en una multiplicación de la demanda por productos forestales

Página 36 de 45



Fuente: FMI Base de Datos Edición Oct. 2010

3) Cambios en el patrón del crecimiento económico.

Pero además de crecer a tasas mayores, la economía mundial ha mostrado un cambio en el patrón tradicional de crecimiento, donde se caracterizaba el mismo por una mayor tasa en los países desarrollados o de altos ingresos, cambiando para un patrón donde se invierte el comportamiento y los países de menores ingresos muestran mayores tasas de crecimiento, con sus consecuencia en la demanda mundial de productos forestales

4) Aspectos ambientales, y su expresión en políticas públicas.

Por otra parte, la emergencia de la problemática ambiental a nivel global ha conducido a una tendencia creciente de los gobiernos a desarrollar políticas que conducen -entre otras cosas-, a limitar el uso de plantaciones forestales o directamente excluir áreas forestales significativas, de la producción de madera. La provisión de servicios ambientales desde la forestación, incluye la creación o definición de "áreas protegidas" que inhiben el uso de otros fines distintos a los servicios ambientales. Los sistemas de explotación sostenible, la emisión de certificados de productos obtenidos en forma ambientalmente amigable, etc., son mecanismos que dificultan, encarecen o limitan la producción forestal.

5) Políticas energéticas, el uso de biomasa en la producción de energía, incluye a productos forestales.

En esa misma dirección, hay que considerar la proliferación de políticas de promoción de la producción y el uso de combustibles de fuentes renovables; esta tendencia incluye el uso de biomasa, donde los productos forestales ya son, y pueden de futuro constituir aun más, una materia prima relevante para estos fines. Por lo tanto hay que considerar que a los usos tradicionales de la forestación se debe incorporar una demanda creciente para la producción de energía.

6) Aumento de la productividad por mejoramiento genético de las especies utilizadas; si bien es un factor de efectos limitados, el mejoramiento de la productividad puede mitigar los efectos adversos a la oferta de madera

7) El reciclaje, como reducción de la demanda de madera. Se han ido desarrollando y continuarán haciéndolo, mecanismos de reciclaje de madera con la consiguiente disminución de la demanda por madera.

### Madera aserrada

El crecimiento anual a largo plazo en la producción y el consumo de madera aserrada fue de alrededor de 1,1% a nivel mundial en el período 1965-1990, pero disminuyó drásticamente de 1990 a 1995, principalmente como resultado de las reducciones en Europa del Este y la antigua Unión Soviética. También han disminuido en Asia y el Pacífico desde 1995.

Europa y América del Norte explican dos tercios de la producción y el consumo mundial de madera aserrada y son exportadores netos de este producto. América Latina y el Caribe, la otra región exportadora neta, representa casi el 10% de la producción, mientras que Asia y el Pacífico, algo más del 15% y es del mundo la principal región importadora neta. La producción y consumo de madera aserrada en África y en Asia occidental y central son modestos, menos del 5 por ciento del total mundial entre ellos.

Producción y Consumo de Madera Aserrada									
Región	Histórico			Proyectado		Histórico		Proyectado	
	1965	1990	2005	2020	2030	1965-1990	1990-2005	2005-2020	2020-2030
	Millones M3					Tasas de variación anual promedio %			
África	3	8	9	11	14	3,7	0,5	1,6	1,9
Asia y el Pacífico	64	105	71	83	97	2	-2,6	1,1	1,6
Europa	189	192	136	175	201	0,1	-2,2	1,7	1,4
A.Latina y Caribe	12	27	39	50	60	3,3	2,5	1,7	2
América del Norte	88	128	156	191	219	1,5	1,3	1,4	1,4
Oeste y Centro de Asia	2	6	7	10	13	4,6	1,5	2,6	2,2
<b>Mundo</b>	<b>358</b>	<b>465</b>	<b>417</b>	<b>520</b>	<b>603</b>	<b>1,1</b>	<b>-0,7</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>
<b>Consumos</b>									
África	4	10	12	19	26	3,6	1,2	2,8	3,5
Asia y el Pacífico	64	112	84	97	113	2,3	-1,9	1	1,6
Europa	191	199	121	151	171	0,2	-3,3	1,5	1,2
A. Latina y Caribe	11	26	32	42	50	3,3	1,5	1,7	1,8
América del Norte	84	117	158	188	211	1,3	2	1,2	1,2
Oeste y Centro de Asia	3	7	13	18	23	4	3,7	2,5	2,2
<b>Mundo</b>	<b>358</b>	<b>471</b>	<b>421</b>	<b>515</b>	<b>594</b>	<b>1,1</b>	<b>-0,8</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>

Fuente: FAO

Las proyecciones sugieren que no habrá grandes cambios en la distribución geográfica de la producción y el consumo, pero también señala un aumento en las tasas de actividad. Se espera una alta producción en la antigua Unión Soviética, Europa del Este y Sud América. El consumo crecerá en África, Asia y el Pacífico. Estas regiones junto con Asia oriental y central, serán importadoras en el largo plazo

### Paneles de madera

Aunque la producción y el consumo de tableros de madera - incluyendo la madera contrachapada, chapas, tableros de partículas y tableros de fibra - son en la actualidad sólo la mitad de las de madera aserrada, las tasas de crecimiento son mucho mayores; por ello se espera que el volumen de este rubro, equiparará a la madera aserrada en 2030, alcanzando a los 500 millones de m<sup>3</sup>, duplicando los 300 millones de la actualidad.

Sin embargo, el crecimiento futuro de la producción y el consumo será algo más lento que en el pasado en la mayoría de las regiones, lo que sugiere que la sustitución de los tableros de madera para aserrío puede ser más lenta.

Si bien la producción y el consumo en la actualidad están equilibrados entre los tres principales mercados (Asia y el Pacífico, Europa y América del Norte), Asia y el Pacífico representarán una proporción mayor del mundo en el futuro.

Dentro de la categoría de los tableros de madera, hay una tendencia cada vez mayor de cambio de la madera contrachapada (que representaron la mayor parte de la producción de paneles de madera y el consumo en la década de 1960) por tableros de partículas y de fibra.

Este cambio, tiene importantes implicaciones para la madera necesidades de materia prima, y se inició en Europa (donde los tableros de partículas y de fibra representaron el 90% del mercado de paneles en 2005) y ha continuado en América del Norte (70%). Sólo recientemente ha comenzado a ocurrir en Asia y el Pacífico, donde la madera contrachapada todavía representa más de la mitad de la producción y el consumo, con dos principales productores (Indonesia y Malasia) y dos principales consumidores (China y Japón).

Asia y el Pacífico, Europa y América Latina y el Caribe son regiones exportadoras netas, mientras que las otras son importadoras netas. Europa exporta principalmente tableros de partículas y de fibra, mientras que otras dos regiones exportan tableros de madera contrachapada.

Se espera que estas tendencias continúen, alcanzando 26-27% del comercio internacional

Consumo de Paneles de Madera									
Región	Histórico			Proyectado		Histórico		Proyectado	
	1965	1990	2005	2020	2030	1965-1990	1990-2005	2005-2020	2020-2030
	Millones M3					Tasas de variación anual promedio %			
África	1	2	3	4	5	4,6	3,8	2,1	2,4
Asia y el Pacífico	5	27	81	160	231	6,9	7,5	4,6	3,7
Europa	16	48	73	104	129	4,5	2,8	2,4	2,2
América Latina y el Caribe	1	4	13	21	29	7,4	7,6	3,3	3,2
América del Norte	19	44	59	88	110	3,4	2	2,7	2,2
Oeste y Centro de Asia	0	1	5	11	17	6,8	8,9	5,4	4,7
<b>Mundo</b>	<b>41</b>	<b>127</b>	<b>234</b>	<b>388</b>	<b>521</b>	<b>4,6</b>	<b>4,2</b>	<b>3,4</b>	<b>3</b>
<b>Consumos</b>									
África	0	1	3	4	5	4,8	5,3	1,9	2,4
Asia y el Pacífico	4	24	79	161	236	7,4	8,2	4,8	3,9
Europa	16	53	70	99	122	4,9	1,9	2,4	2,1
América Latina y el Caribe	1	4	9	12	15	7	5,7	2,2	2,3
América del Norte	20	43	70	96	115	3,1	3,3	2,1	1,8
Oeste y Centro de Asia	0	2	9	18	28	8,1	10,6	4,5	4,5
<b>Mundo</b>	<b>42</b>	<b>128</b>	<b>241</b>	<b>391</b>	<b>521</b>	<b>4,6</b>	<b>4,3</b>	<b>3,3</b>	<b>2,9</b>

Fuente: FAO

#### Papel y Cartón

Al igual que con los paneles, la producción mundial de papel y cartón también se está expandiendo rápidamente (aunque menos que en las últimas décadas), con una tasa de crecimiento anual del 3,7% entre

1965 y 1990, y del 2,8% entre 1990 y 2005. Las tasas de crecimiento de consumo han sido casi las mismas que las de la producción.

Históricamente, América del Norte dominó la producción y el consumo mundiales, pero debido a un rápido crecimiento en Asia y el Pacífico y Europa, hoy se constituyen los tres en principales mercados en porciones similares.

El rápido crecimiento en Asia y el Pacífico es consecuencia de la elevada tasa de crecimiento económico en las últimas décadas, primero en Japón y algunas otras economías de reciente industrialización y, más recientemente en China y la India.

En Europa, el crecimiento de la producción ha sido impulsada en parte por la expansión de las exportaciones, siendo el mayor exportador de productos de papel. Por el lado de la oferta, la producción europea se ha beneficiado de un alto crecimiento en la recuperación de papel usado.

Las diferencias en el crecimiento pasado y futuro también reflejan la estructura de los mercados y la industria del papel y cartón en las tres regiones principales:

- Actualmente, la producción de papel prensa mundial se divide aproximadamente en partes iguales entre Asia y el Pacífico, Europa y América del Norte, pero el crecimiento se está desacelerando debido a la rápida difusión de los medios electrónicos.
- Asia y el Pacífico y Europa producen mucho más papel para impresión y escritura que América del Norte.
- La producción de otros papeles y cartones es la más alta en Asia y el Pacífico.

Papel y cartón es uno de los grupos de productos más globalizado, con una alta proporción de la producción exportada y una elevada proporción de consumo importados. El comercio internacional se expandió significativamente en la década de 1990, especialmente en Europa, y la globalización de los mercados de papel y cartón se mantendrá en el futuro.

Producción y consumo de Papel y Cartón											
Región	Histórico					Proyectado		Histórico		Proyectado	
	1965	1990	2005	2020	2030	1965-1990	1990-2005	2005-2020	2020-2030		
	Millones M3					Tasas de variación anual promedio %					
África	1	3	5	9	13	6,4	4,3	3,9	3,7		
Asia y el Pacífico	13	58	121	227	324	6,3	5	4,3	3,6		
Europa	33	76	111	164	201	3,4	2,6	2,6	2,1		
América Latina y el Caribe	2	8	14	21	27	5,7	3,6	2,9	2,7		
América del Norte	48	91	109	141	169	2,6	1,2	1,8	1,8		
Oeste y Centro de Asia	0	1	3	6	9	9,2	5,9	4,2	3,5		
<b>Mundo</b>	<b>96</b>	<b>238</b>	<b>363</b>	<b>568</b>	<b>743</b>	<b>3,7</b>	<b>2,8</b>	<b>3</b>	<b>2,7</b>		
<b>Consumos</b>											
África	1	4	7	14	21	5,1	4,2	4,6	4,4		
Asia y el Pacífico	13	63	128	234	329	6,3	4,9	4,1	3,5		
Europa	32	73	101	147	180	3,3	2,2	2,6	2		
América Latina y el Caribe	3	9	16	24	31	4,7	3,9	2,9	2,6		
América del Norte	46	87	106	138	165	2,6	1,3	1,8	1,8		
Oeste y Centro de Asia	0	3	8	14	20	7,5	7,5	4	3,4		
<b>Mundo</b>	<b>96</b>	<b>237</b>	<b>365</b>	<b>571</b>	<b>747</b>	<b>3,7</b>	<b>2,9</b>	<b>3</b>	<b>2,7</b>		

### Madera en rollo

La demanda industrial de madera en rollo se deriva del crecimiento de la demanda de productos finales -madera aserrada, tableros de madera y papel y cartón-. Los requisitos de madera para estos productos varían dependiendo de la tecnología empleada y el potencial de uso de los residuos de madera y fibra. El crecimiento en la producción de madera aserrada industrial, requiere más madera en rollo, mientras que un cambio hacia la producción de tableros reconstituídos (aglomerados y tableros de fibra) aumenta la posibilidad de utilizar residuos de la madera y de fibra, reduciendo los requerimientos de madera en rollo. Las políticas de reciclaje han dado lugar a una mayor utilización de papel recuperado y han reducido la demanda de madera para pasta.

El aumento en el uso de residuos de madera y materiales reciclados reducirá la participación de madera en rollo industrial, en el uso tal de madera y fibra, de casi 70% en 2005, a cerca de 50% en 2030.

La demanda derivada total en equivalente de materias primas de madera (WRME, por su sigla en inglés) es mayor que el consumo de madera en rollo industrial. En 2005, la demanda derivada mundial ascendió a cerca de 2500 millones m<sup>3</sup> de WRME, de los cuales 1,7 millones m<sup>3</sup> cúbicos, era industrial. Aproximadamente 0.5 millones m<sup>3</sup> WRME vino a partir de papel recuperado y el resto de los residuos de elaboración de la madera, recuperación de productos de madera y otras fuentes.

La producción mundial de madera en rollo industrial se espera que aumente en algo más del 40% hasta el año 2030. Esto es considerablemente menor que el aumento previsto de la demanda total de madera y fibra (que se espera que sea casi el doble) debido a las mayores tasas de crecimiento de la producción, se esperan en el sector del papel y cartón y una mayor proporción de consumo de papel será reciclado en el futuro.

La mayor parte del crecimiento se producirá en los tres principales mercados regionales. La expansión de la producción será mayor en Europa (más de 300 millones m<sup>3</sup>), principalmente debido al aumento de la Federación Rusa. La producción en Asia y el Pacífico y América del Norte también se ampliará, en gran parte debido a la mayor producción de los bosques plantados.

Asia y el Pacífico tendrán un gran déficit entre la producción y el consumo, pasando de cerca de 43 millones de m<sup>3</sup> en 2005 a 63 millones de m<sup>3</sup> en 2030. Por lo tanto, la región dependerá de los países con superávit potencial, especialmente la Federación Rusa y, posiblemente, algunos países de América Latina y el Caribe.

En la década de 1990, Europa -que había sido un importador neto de madera en rollo industrial-, se convirtió en un exportador neto, en gran parte debido a las exportaciones de la Federación de Rusia. La tendencia opuesta se observó en Asia y el Pacífico. Esta situación es probable que continúe en el futuro, aunque podría estar influenciada por los cambios recientes en las políticas forestales de la Federación Rusa.





Producción y consumo de Madera de Rollo									
Región	Histórico			Proyectado		Histórico		Proyectado	
	1965	1990	2005	2020	2030	1965-1990	1990-2005	2005-2020	2020-2030
	Millones M3					Tasas de variación anual promedio %			
África	31	55	72	93	114	2,4	1,8	1,8	2
Asia y el Pacífico	155	282	273	439	500	2,4	-0,2	3,2	1,3
Europa	505	640	513	707	834	0,9	-1,5	2,2	1,7
América Latina y el Caribe	34	114	168	184	192	5	2,6	0,6	0,4
América del Norte	394	591	625	728	806	1,6	0,4	1	1
Oeste y Centro de Asia	10	9	17	15	11	-0,6	4,5	-0,8	-3
<b>Mundo</b>	<b>1128</b>	<b>1690</b>	<b>1668</b>	<b>2166</b>	<b>2457</b>	<b>1,6</b>	<b>-0,1</b>	<b>1,8</b>	<b>1,3</b>
<b>Consumos</b>									
África	25	51	68	88	109	2,9	1,9	1,8	2,1
Asia y el Pacífico	162	315	316	498	563	2,7	0	3,1	1,2
Europa	519	650	494	647	749	0,9	-1,8	1,8	1,5
América Latina y el Caribe	33	111	166	181	189	4,9	2,7	0,6	0,4
América del Norte	389	570	620	728	808	1,5	0,6	1,1	1
Oeste y Centro de Asia	10	10	19	22	19	-0,2	4,4	1,1	-1,3
<b>Mundo</b>	<b>1138</b>	<b>1707</b>	<b>1682</b>	<b>2165</b>	<b>1,6</b>	<b>-0,1</b>	<b>1,7</b>	<b>1,2</b>	<b>2,7</b>

Fuente: FAO

#### Madera para energía

La madera en rollo utilizada en la producción de energía es comparable en cantidad con madera en rollo industrial. El uso de madera como fuente de energía incluye formas tradicionales de calefacción y cocina con leña y carbón de leña, y la producción de energía en la industria forestal (por lo general el uso de residuos de procesamiento, tales como el licor negro de la producción de celulosa) para uso propio o venta a otros, y la generación de energía y calor, en instalaciones diseñadas específicamente para ello.

Las estadísticas sobre la producción de energía de la madera son difíciles de obtener a causa de esta diversidad de usos y la alta proporción de la producción informal. Además, los dos principales organismos que recogen estas estadísticas - FAO y la Agencia Internacional de Energía (AIE) - presentan cifras diferentes a causa de diferentes definiciones y fuentes de datos primarios. AIE presenta las cifras de producción de energía de biomasa que incluyen otros tipos de biomasa, además de la madera (es decir, residuos agrícolas y estiércol). Sus estadísticas también incluyen la generación de calor y electricidad en la industria forestal y por productores comerciales de energía, que no se reflejan plenamente en las estadísticas de la FAO.

Las tendencias y proyecciones para la producción de energía de biomasa estimada a partir de una combinación de estas dos fuentes de datos, revelan un aumento de la producción mundial de cerca de 530 millones de toneladas equivalentes de petróleo (MTEP) en 1970, a cerca de 720 MTEP en el año 2005, y se proyecta que llegará a 1.075 MTEP en 2030.

La interpolación sugiere que la madera utilizada para la producción de bioenergía aumentó de cerca de 2 millones de m<sup>3</sup> en 1970 hasta 2600 millones de m<sup>3</sup> en 2005. Esto sugiere que hasta 3,8 millones de m<sup>3</sup> de madera podría ser requerido para el año 2030. Sin embargo, parte de la demanda futura puede ser satisfecha por la biomasa producida a partir de residuos agrícolas y cultivos energéticos (incluido el monte bajo rotación corta y pastos).

Hasta 2005, la producción mundial de energía de biomasa aumentó de forma relativamente lenta, a menos de 1% anual. La mayor parte del aumento en la producción ocurrió en los países en desarrollo, donde la madera sigue siendo una fuente importante de energía. La excepción es Asia y el Pacífico, donde el crecimiento ha disminuido considerablemente a causa de cambiar a otros tipos de energía como resultado del aumento de los ingresos.

Las proyecciones reflejan un aumento futuro en el uso de biomasa para la producción de energía en Europa y, en menor medida, América del Norte a consecuencia de la entrada en vigor de las políticas y los objetivos de energías renovables. Europa el consumo per cápita de energía de biomasa se triplicará para el año 2020 en respuesta a objetivos de energía renovable, aunque parte de la producción también proviene de los cultivos energéticos y residuos agrícolas. La mayoría de los países desarrollados han establecido objetivos de energías renovables para el año 2020, por lo que se espera un rápido crecimiento de la producción hasta ese momento, para ser seguido luego, por un ritmo más lento de crecimiento.

Además, la futura producción comercial a gran escala de biocombustibles celulósicos podría aumentar la demanda de madera de manera en forma drástica, más allá incluso, de la que se muestra en las proyecciones.

Las proyecciones para la producción de energía de la biomasa en los países en desarrollo también tienen características interesantes:

- En África, el crecimiento en la producción de energía de la biomasa continuará, pero se desacelerará significativamente. Con un sector relativamente pequeño de procesamiento y pocos objetivos de energía renovable, la mayor parte de su producción de bioenergía seguirá siendo de leña tradicional (leña y carbón vegetal). Siguiendo la tendencia de otras regiones (por ejemplo, de Asia y el Pacífico), este crecimiento se espera que disminuya a medida que aumentan los ingresos y más gente cambiará a otros tipos de energía.
- En Asia y el Pacífico, se prevé una disminución de la producción de leña tradicional, pero esto será compensado por una mayor producción de bioenergía en la industria forestal y, en algunos casos (por ejemplo, China), por la producción de bioenergía comercial, en respuesta a objetivos de energía renovable.
- En América Latina y el Caribe, la producción de energía de biomasa se prevé que aumente en todas las direcciones: con un aumento de la producción tradicional de leña en los países más pobres y el aumento de la producción de bioenergía en la industria forestal y otros en las economías más avanzadas.

Producción y Consumo de Madera para Energía									
Región	Histórico			Proyectado		Histórico		Proyectado	
	1970	1990	2005	2020	2030	1965-1990	1990-2005	2005-2020	2020-2030
	Millones M3					Tasas de variación anual promedio %			
África	87	131	177	219	240	2,1	2	1,4	0,9
Asia y el Pacífico	259	279	278	302	300	0,4	0	0,6	-0,1
Europa	60	70	89	272	291	0,7	1,6	7,7	0,7
América Latina y el Caribe	70	88	105	123	133	1,1	1,2	1,1	0,8
América del Norte	45	64	65	86	101	1,8	0,1	2	1,6
Oeste y Centro de Asia	11	7	6	8	10	-2,7	-1	2,4	1,9
<b>Mundo</b>	<b>532</b>	<b>638</b>	<b>719</b>	<b>1010</b>	<b>1075</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>2,3</b>	<b>0,6</b>

Fuente: FAO

### **Conclusiones**

El mercado internacional ofrece perspectivas que sustentan razonablemente las proyecciones presentadas, tanto para madera para pulpa como para madera de aserrío.

El desempeño exportador del sector forestal uruguayo, así como el comportamiento a nivel global del mercado internacional, constituyen antecedentes consistentes para la proyección.

Los precios manejados para los productos exportables (pulpa de Eucaliptus dunnii y grandis y los rolos de grandis para aserrado), resultan razonables, situándose por debajo de los niveles de los últimos años.



Bibliografía:

---

PROGRAMA NACIONAL DE INVESTIGACION EN PRODUCCION FORESTAL  
Serie Actividades de Difusión N°. 462 INIA. Setiembre, 2006

PROGRAMA NACIONAL DE INVESTIGACION EN PRODUCCION FORESTAL  
Serie Actividades de Difusión N°. 491 INIA. Mayo, 2007

PROGRAMA PRODUCCION FORESTAL  
Serie de Actividad de Difusión No. 542 INIA Tacuarembó. Rocha Agosto de 2008

State of the World's Forests 2009, Global demand for wood products. FAO

Desempeño del sector forestal en 2009, Ings. Agrs. A. Ligrone y C. Mantero, Anuario OPYPÀ 2009

El complejo de base forestal: análisis y pronóstico preliminar. Ec. V.Duran y otros, Anuario OPYPÀ 2008

Naciones Unidas, World population prospect. The 2002 revision (medium scenarios), 2003.

IMF - WEO Data: October 2010 Edition



**ANEXO 6**

**ÚLTIMOS ESTADOS CONTABLES DEL FIDUCIARIO**

A handwritten signature in black ink, consisting of several loops and a long tail, positioned in the lower right quadrant of the page.

# Deloitte.

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

Estados contables correspondientes al ejercicio  
finalizado el 31 de diciembre de 2010 e informe de  
auditoría independiente

A handwritten signature in black ink, consisting of a vertical line followed by a loop and a tail.

EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión

## Estados contables correspondientes al ejercicio finalizado el 31 de diciembre de 2010 e informe de auditoría independiente

### **Contenido**

Informe de auditoría independiente

Estado de situación patrimonial

Estado de resultados

Estado de flujos de efectivo

Estado de evolución del patrimonio

Notas a los estados contables



## Informe de auditoría independiente

Sres. Directores y Accionistas de  
EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.

Hemos auditado los estados contables de EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A. que se adjuntan; dichos estados contables comprenden el estado de situación patrimonial al 31 de diciembre de 2010, los correspondientes estados de resultados, de flujos de efectivo y de evolución del patrimonio por el ejercicio finalizado en esa fecha, y las notas de políticas contables significativas y otras notas explicativas a los estados contables.

### Responsabilidad de la Dirección por los estados contables

La Dirección de EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A. es responsable por la preparación y la razonable presentación de estos estados contables de acuerdo con normas contables adecuadas en Uruguay. Esta responsabilidad incluye: diseñar, implementar y mantener un sistema de control interno adecuado para la preparación y presentación razonable de estados contables que estén libres de errores significativos, ya sea debido a fraude o error; seleccionar y aplicar políticas contables apropiadas; y realizar estimaciones contables razonables en las circunstancias.

### Responsabilidad del Auditor

Nuestra responsabilidad es expresar una opinión sobre dichos estados contables basada en nuestra auditoría. Nuestra auditoría fue realizada de acuerdo con Normas Internacionales de Auditoría emitidas por la Federación Internacional de Contadores (IFAC). Estas normas requieren que cumplamos con requisitos éticos y planifiquemos y realicemos nuestra auditoría para obtener una seguridad razonable acerca de si los estados contables están libres de errores significativos.

Una auditoría implica realizar procedimientos para obtener evidencia de auditoría acerca de los montos y revelaciones en los estados contables. Los procedimientos seleccionados dependen del juicio profesional del auditor, incluyendo la evaluación de los riesgos de existencia de errores significativos en los estados contables, ya sea debido a fraude o error. Al hacer la evaluación de riesgos, el auditor considera los aspectos de control interno de la entidad relevantes para la preparación y presentación razonable de los estados contables con el fin de diseñar procedimientos de auditoría que sean apropiados en las circunstancias, pero no con el propósito de expresar una opinión acerca de la eficacia del control interno de la entidad. Una auditoría también incluye evaluar lo apropiado de las políticas contables utilizadas por la entidad y la razonabilidad de las estimaciones contables realizadas por la Dirección, así como evaluar la presentación general de los estados contables.

Consideramos que la evidencia de auditoría que hemos obtenido brinda una base suficiente y apropiada para sustentar nuestra opinión.

Deloitte se refiere a una o más de las firmas miembros de Deloitte Touche Tohmatsu Limited, una compañía privada del Reino Unido limitada por garantía, y su red de firmas miembros, cada una como una entidad única e independiente y legalmente separada. Una descripción detallada de la estructura legal de Deloitte Touche Tohmatsu Limited y sus firmas miembros puede verse en el sitio web [www.deloitte.com/about](http://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 140 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 170 000 profesionales de Deloitte se han comprometido a convertirse en estándar de excelencia.





## Opinión

En nuestra opinión, los estados contables referidos precedentemente presentan razonablemente, en todos los aspectos importantes, la situación patrimonial de EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A. al 31 de diciembre de 2010, los resultados de sus operaciones y los flujos de efectivo correspondientes al ejercicio finalizado en esa fecha, de acuerdo con normas contables adecuadas en Uruguay.

25 de marzo de 2011

  
Fulvio Impallomeni  
Socio, Deloitte S.C.





**EF ASSET MANAGEMENT  
ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A.**

**ESTADO DE SITUACION PATRIMONIAL  
AL 31 DE DICIEMBRE DE 2010  
(expresado en pesos uruguayos ajustados)**

ACTIVO	<u>31/12/2010</u>	<u>31/12/2009</u>
<b>ACTIVO CORRIENTE</b>		
<b>DISPONIBILIDADES</b>		
Banco M/E	1,669,063	936,723
Banco M/N	<u>923,549</u>	<u>246,118</u>
	<u>2,592,612</u>	<u>1,182,841</u>
<b>INVERSIONES TEMPORARIAS</b>		
Bonos del Tesoro (Nota 4)	4,949,861	4,718,334
Intreses a cobrar	<u>132,278</u>	<u>138,169</u>
	<u>5,082,139</u>	<u>4,856,503</u>
<b>CREDITOS POR VENTAS</b>		
Deudores por ventas	<u>123,481</u>	<u>276,045</u>
	<u>123,481</u>	<u>276,045</u>
<b>OTROS CREDITOS</b>		
Pago anticipado de impuestos	305,844	644,082
Certificado de creditos	<u>9,633</u>	<u>-</u>
	<u>315,477</u>	<u>644,082</u>
	<u>8,113,709</u>	<u>6,959,472</u>
<b>ACTIVO NO CORRIENTE</b>		
<b>OTROS CREDITOS NO CORRIENTES</b>		
Depósito en garantía en BCU (Nota 5)	<u>18,091,259</u>	<u>16,348,495</u>
	<u>18,091,259</u>	<u>16,348,495</u>
<b>TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE</b>	<u>18,091,259</u>	<u>16,348,495</u>
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<u>26,204,968</u>	<u>23,307,967</u>
<b>CUENTAS DE ORDEN (Nota 9.1, 9.2, 9.5, 9.8, 9.10, 9.11 y 9.13)</b>	<u>1,956,606,267</u>	<u>1,533,745,759</u>

Las notas 1 a 12 que se acompañan forman parte de los presentes estados contables

Sandra Gonzalez  
Vicepresidenta


Gonzalo Secco  
Síndico Sucesor

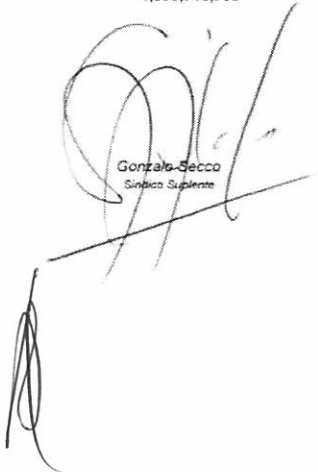
**EF ASSET MANAGEMENT  
ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A.**

**ESTADO DE SITUACION PATRIMONIAL  
AL 31 DE DICIEMBRE DE 2010**  
(expresado en pesos uruguayos ajustados)

PASIVO	31/12/2010	31/12/2009
<b>PASIVO CORRIENTE</b>		
<b>DEUDAS COMERCIALES</b>		
Honorarios Profesionales	38.437	356.511
	38.437	356.511
<b>DEUDAS DIVERSAS</b>		
DGI a Pagar	22.861	23.802
Servicios Cobrados por Adelantado	69.302	118.538
Provision Deudas Fiscales	727.467	272.877
Provisión Honorarios Profesionales	-	81.087
	819.630	496.305
<b>DEUDAS FINANCIERAS</b>		
Intereses a pagar	22.816	-
	22.816	-
<b>TOTAL PASIVO CORRIENTE</b>	<b>880.883</b>	<b>852.816</b>
<b>PASIVO NO CORRIENTE</b>		
<b>DEUDAS FINANCIERAS</b>		
Prestamos en UI (Nota 6)	18.091.259	16.348.495
	18.091.259	16.348.495
<b>DEUDAS DIVERSAS</b>		
Servicios Cobrados por Adelantado	-	74.106
	-	74.106
<b>TOTAL PASIVO NO CORRIENTE</b>	<b>18.091.259</b>	<b>16.422.602</b>
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>18.972.142</b>	<b>17.275.418</b>
<b>PATRIMONIO (Nota 7)</b>		
<b>CAPITAL</b>		
Capital integrado	7.893.301	7.893.301
Reexpresion monetaria	1.532.633	1.532.633
	9.425.934	9.425.934
<b>APORTES A CAPITALIZAR</b>		
Aportes a capitalizar	-	-
	-	-
<b>RESULTADOS</b>		
Resultados acumulados	(3.393.385)	(3.408.607)
Resultado del ejercicio	1.200.277	15.222
	(2.193.108)	(3.393.385)
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>7.232.826</b>	<b>6.032.549</b>
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>26.204.968</b>	<b>23.307.967</b>
<b>CUENTAS DE ORDEN (Nota 9.1, 9.2, 9.5, 9.8, 9.10, 9.11 y 9)</b>	<b>1.956.606,267</b>	<b>1.533.745,759</b>

Las notas 1 a 12 que se acompañan forman parte de los presentes estados contables.

  
Sandra Gonzalez  
Vicepresidenta

  
Gonzalo Secco  
Síndico Suplente

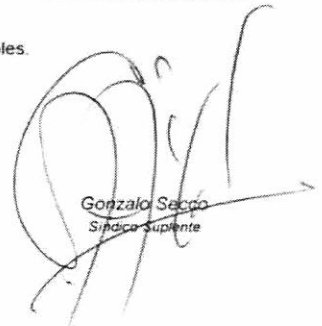
**EF ASSET MANAGEMENT**  
**ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A.**

**ESTADO DE RESULTADOS**  
**POR EL EJERCICIO FINALIZADO EL 31 DE DICIEMBRE DE 2010**  
(expresado en pesos uruguayos ajustados)

	<b>31/12/2010</b>	<b>31/12/2009</b>
<b>INGRESOS OPERATIVOS</b>		
Ingresos por servicios prestados	3.587,483	4.528,779
	3.587,483	4.528,779
<b>GASTOS DE ADM. Y VENTAS</b>		
Honorarios Profesionales	(2.001,376)	(3.097,779)
Impuesto al patrimonio	(246,507)	(201,921)
Tasa de control regulatorio del sistema financiero	(16,238)	(14,781)
Otros impuestos	(8,904)	(6,883)
Papelería	(2,948)	(1,405)
Varios	(22,771)	(22,854)
Timbres profesionales	(13,970)	(11,941)
	(2.312,714)	(3.357,564)
<b>RESULTADO OPERATIVO</b>	<b>1,274,769</b>	<b>1,171,216</b>
<b>RESULTADOS FINANCIEROS</b>		
Resultado por tenencia	467,936	242,690
Resultado por pasivo con Suninvest		-
Intereses ganados	305,054	157,760
Comisiones Bancarias	(12,668)	(32,839)
Resultado por desvalorización monetaria y tenencia	(318,106)	(1,479,688)
Intereses perdidos	(22,847)	
	419,369	(1,112,077)
Resultado antes del impuesto a la renta	1,694,138	59,139
Impuesto a la renta (Nota 11)	(493,861)	(43,917)
<b>RESULTADO DEL EJERCICIO</b>	<b>1,200,277</b>	<b>15,222</b>

Las notas 1 a 12 que se acompañan forman parte de los presentes estados contables.

  
Sandra Gonzalez  
Vicepresidente

  
Gonzalo Secco  
Síndico Suplente



**EF ASSET MANAGEMENT**  
**ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A.**

**ESTADO DE EVOLUCION DEL PATRIMONIO**  
**POR EL EJERCICIO FINALIZADO EL 31 DE DICIEMBRE DE 2010**  
 (expresado en pesos uruguayos ajustados)

	Diciembre 2010				Diciembre 2009	
	Capital Integrado	Ajustes al Patrimonio	Aportes a Capitalizar	Resultados Acumulados	Total Patrimonio Neto	
Saldos al inicio del ejercicio	7,893,301		-	(3,173,384)	4,719,917	5,221,871
Reexpresión del Saldo Inicial	1,532,633		-	(220,001)	1,312,632	795,456
Saldos al inicio del ejercicio ajustados	9,425,934	-	-	(3,393,385)	6,032,549	6,017,327
Resultado del ejercicio				1,200,277	1,200,277	15,222
Saldos al final del ejercicio	9,425,934	-	-	(2,193,108)	7,232,826	6,032,549

Las notas 1 a 12 que se acompañan forman parte de los presentes estados contables.

  
 Sandra Gonzalez  
 Vicepresidente

  
 Gonzalo Saeco  
 Síndico Suplente





**EF ASSET MANAGEMENT**  
**ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A.**

**ESTADO DE FLUJO DE EFECTIVO**  
**POR EL EJERCICIO FINALIZADO EL 31 DE DICIEMBRE DE 2010**  
(expresado en pesos uruguayos ajustados)

	<b>31/12/2010</b>	<b>31/12/2009</b>
<b>1. FLUJO DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE OPERACIÓN</b>		
Resultado del ejercicio	1.200.277	15.222
Ajustes por:		
Provisión impuestos nacionales	727.467	-
Resultado por desvalorización monetaria y tenencia	(242.903)	(64.060)
Constitución neta de provisiones por cuentas a pagar	38.437	437.597
Resultados ganados devengados no percibidos	(331.369)	455.933
Resultado perdidos devengados a pagar	22.816	-
Cambios en activos operativos		
Deudores por Ventas	276.045	680.635
Otros Creditos	151.501	(417.432)
Cambios en pasivos operativos		
Deudas comerciales	(356.511)	(129.800)
Deudas diversas	(402.648)	(737.621)
<b>Flujo neto aplicado a operaciones</b>	<b>1.083.122</b>	<b>240.275</b>
<b>2. FLUJO DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE INVERSIÓN</b>		
Constitución de depósito en garantía en BCU	(4.268.618)	(4.857.837)
Desafectación de depósito en Garantía BCU	2.530.883	734.894
Cancelación (adquisición) de Bonos del Tesoro		(5.483.515)
Cancelación (adquisición) de Letras de Regulación Monetaria (UI)		5.875.550
Cobro intereses bonos del tesoro	315.273	
<b>Flujo neto proveniente de actividades de inversión</b>	<b>(1.422.462)</b>	<b>(3.730.907)</b>
<b>3. FLUJO DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO</b>		
Préstamo de terceros en UI	4.268.618	4.857.837
Cancelación de Préstamos	(2.530.883)	(734.894)
<b>Flujo neto proveniente (aplicado) por actividades de financiamiento</b>	<b>1.737.735</b>	<b>4.122.943</b>
<b>4. AUMENTO (DISMINUCIÓN) DE EFECTIVO Y EQUIVALENTE</b>	<b>1.398.395</b>	<b>632.310</b>
RDM del efectivo y equivalente de efectivo	11.375	5.537
<b>5. EFECTIVO Y EQUIVALENTE DE EFECTIVO AL INICIO</b>	<b>1.182.841</b>	<b>544.995</b>
<b>6. EFECTIVO Y EQUIVALENTE DE EFECTIVO AL FINAL</b>	<b>2.592.612</b>	<b>1.182.841</b>

Las notas 1 a 12 que se acompañan forman parte de los presentes estados contables.

  
Sandra Gonzalez  
Vicepresidenta

  
Gonzalo Secco  
Director Suplente

**EF ASSET MANAGEMENT  
ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSION S.A.**

**NOTAS A LOS ESTADOS CONTABLES DEL EJERCICIO FINALIZADO EL 31 DE  
DICIEMBRE DE 2010**

**NOTA 1 - INFORMACIÓN BÁSICA**

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 Banco Central del Uruguay autorizó a la Sociedad a actuar como Fiduciario Financiero en el marco de la Ley 17.703 de fecha 27 de octubre de 2003. Asimismo, en dicha fecha, la Sociedad fue inscrita en el Registro de Mercado de Valores del Banco Central del Uruguay como Fiduciario Financiero.

El 23 de mayo de 2005, el Banco Central del Uruguay autorizó a la Sociedad a actuar como Fiduciario Profesional en el marco de la Ley 17.703 de fecha 27 de octubre de 2003. Asimismo, en dicha fecha, la Sociedad fue inscrita en el Registro de Fiduciarios Profesionales, Sección Fiduciarios Generales.

**NOTA 2 - PRINCIPALES POLÍTICAS CONTABLES**

**2.1. - Normas contables aplicadas**

A la fecha de emisión de los presentes estados contables, las normas contables adecuadas en Uruguay aplicables a la Sociedad se encuentran establecidas en los Decretos 103/91, 266/07, 99/09, 37/10 y 65/10.

El decreto 266/07 ha sido publicado con fecha 31 de julio de 2007, que hace obligatoria, como normas contables adecuadas en Uruguay, la aplicación de las Normas Internacionales de Información Financiera adoptadas y traducidas a idioma español a esa fecha y las normas de presentación contenidas en el Decreto 103/91.

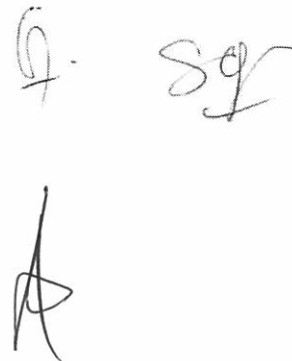
Los decretos 099/09 y 65/10 establecen la obligatoriedad de ajustar por inflación los estados contables para aquellas entidades que cumplan con ciertos requisitos (alguno de los cuales aplican a la sociedad).

Estas modificaciones normativas rigen en forma obligatoria para los ejercicios económicos iniciados a partir del 1 de enero de 2009.

El decreto 37/10 clarifica en qué casos las normas internacionales de información financiera (NIIF) priman en materia de exposición sobre el Decreto 103/91 y en qué casos este último prima sobre las NIIF.

Con posterioridad a la fecha del Decreto 266/07 han sido modificadas, enmendadas y/o adoptadas por el IASB distintas normas e interpretaciones que aún no han sido adoptadas por la entidad por no serlo requerido por la legislación vigente, cuyo eventual impacto sobre la Sociedad no ha sido evaluado a la fecha.

- 6 -

The image shows several handwritten signatures and initials in black ink. At the top right, there are two distinct signatures, one appearing to be 'G.' and the other 'Sgr'. Below these, there is a large, stylized signature that looks like 'A' or 'R'. The handwriting is cursive and somewhat slanted.

## 2.2 - Reexpresión a moneda constante

Los estados contables han sido preparados en moneda constante para reflejar en forma integral los efectos de las variaciones en el poder adquisitivo de la moneda uruguaya sobre la situación patrimonial y financiera de la Sociedad mediante la aplicación del Índice de Precios al Consumidor (IPC).

La metodología de ajuste por inflación utilizada fue la recomendada por la Norma Internacional de contabilidad 29, y consiste básicamente en presentar:

- a) los rubros monetarios a sus valores nominales al cierre del ejercicio.
- b) los rubros no monetarios ajustados sustancialmente mediante la aplicación de coeficientes de ajuste desde el momento de origen de las partidas que componen el saldo al cierre.

El resultado por exposición a la inflación derivado de la corrección monetaria integral de los estados contables para reflejar el efecto de las variaciones en el poder adquisitivo de la moneda fue imputada al resultado del ejercicio en el rubro Resultados financieros, Resultado por Desvalorización Monetaria – RDM y por tenencia.

Al 31 de diciembre de 2010, la variación acumulada sobre la base del índice mencionado, ascendió a 6,93% (5,9% al 31 de diciembre de 2009).

## 2.3 - 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.

## 2.4 - Definición de fondos

Para la preparación del estado de flujo de efectivo del ejercicio el concepto de fondos utilizado es el efectivo y equivalente de efectivo.

## 2.5 - Criterios de valuación y exposición

Los principales criterios de valuación y exposición utilizados para la preparación de los estados contables fueron los siguientes:

- a) **Activos y pasivos en moneda extranjera:** Los activos y pasivos en moneda extranjera se han convertido a pesos uruguayos utilizando el tipo de cambio billete comprador interbancario vigente a la fecha de la transacción. La cotización vigente al 31 de diciembre de 2010 (\$ 20,103 por USD 1) y 31 de diciembre de 2009 (\$19.637 por USD 1). Los activos y pasivos en Unidades Indexadas (UI) se han convertido a pesos uruguayos utilizando el valor de la Unidad Indexada del cierre del ejercicio. Al 31 de diciembre de 2010 la cotización de 1 UI es \$ 2,1390 y al 31 de diciembre 2009 fue de \$ 2,0008. 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) **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

- 7 -



- d) **Créditos:** Se presentan al valor de costo.
- e) **Inversiones temporarias:** Los Bonos del tesoro se presentan a su cotización sin cupón al cierre más los intereses devengados correspondientes.
- f) **Depósitos afectados en garantía:** Se presentan al importe efectivamente depositado en Unidades indexadas (UI) a la cotización de cierre (costo).
- g) **Deudas financieras:** Se presentan al costo amortizado.
- h) **Impuesto a la renta:** El cargo por el impuesto corriente se determina aplicando la tasa del 25% sobre la utilidad impositiva del 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.

#### 2.6 - Uso de estimaciones

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

#### NOTA 3 – ACTIVOS Y PASIVOS EN MONEDA DISTINTA AL PESO URUGUAYO

Los Estados de Situación Patrimonial al 31 de diciembre de 2010 y al 31 de diciembre de 2009 incluyen los siguientes saldos en moneda distinta al peso uruguayo:

##### Dólares estadounidenses

	31.12.2010		31.12.2009	
	USD	Equivalente en \$ diciembre 2010	USD	Equivalente en \$ diciembre 2010
<b>ACTIVO</b>				
Banco WE	83.026	1.669.063	44.609	936.716
Bonos del Tesoro	246.225	4.949.861	224.700	4.718.334
Intereses a cobrar	6.580	132.278	6.580	138.169
Deudores por ventas	4.686	94.203	13.146	276.045
<b>Total</b>	<b>340.517</b>	<b>6.845.405</b>	<b>289.035</b>	<b>6.069.264</b>
	31.12.2010		31.12.2009	
	USD	Equivalente en \$ diciembre 2010	USD	Equivalente en \$ diciembre 2010
<b>PASIVO</b>				
Deudas comerciales	1.912	38.437	14.347	301.264
<b>Total</b>	<b>1.912</b>	<b>38.437</b>	<b>14.347</b>	<b>301.264</b>
<b>Posición neta</b>	<b>338.605</b>	<b>6.806.968</b>	<b>274.688</b>	<b>5.768.001</b>

*Handwritten initials: G. S.*

*Handwritten signature.*

Unidades Indexadas

	31.12.2010		31.12.2009	
	UI	Equivalente en \$ diciembre 2010	UI	Equivalente en \$ diciembre 2010
<b>ACTIVO</b>				
<b>No Corriente</b>				
Depósito en Garantía (Otros Créditos)	8.457.812	18.091.259	7.641.236	16.348.495
<b>Total</b>	<b>8.457.812</b>	<b>18.091.259</b>	<b>7.641.236</b>	<b>16.348.495</b>
<b>PASIVO</b>				
<b>Corriente</b>				
Intereses a pagar	10.667	22.816		
<b>No Corriente</b>				
Deudas Financieras	8.457.812	18.091.259	7.641.236	16.348.495
<b>Total</b>	<b>8.468.478</b>	<b>18.114.075</b>	<b>7.641.236</b>	<b>16.348.495</b>
<b>Posición neta</b>	<b>(10.667)</b>	<b>(22.816)</b>	<b>-</b>	<b>-</b>

**NOTA 4 – INVERSIONES TEMPORARIAS**

Las inversiones temporarias al 31 de diciembre de 2010 corresponden a:

	Valor nominal USD	Precio sin cupón	Tasa anual	Vencimiento	Valor en USD	Equivalente en \$
Bonos del tesoro	210.000	117,25	7,05%	21/07/2019	246.225	4.949.861

Las inversiones temporarias al 31 de diciembre 2009 corresponden a:

	Valor nominal USD	Precio sin cupón	Tasa anual	Vencimiento	Valor en USD	Equivalente en \$
Bonos del tesoro	210.000	107	7,05%	21/07/2019	224.700	4.718.334

**NOTA 5 – BIENES DE DISPONIBILIDAD RESTRINGIDA**

**5.1 - Saldos**

Los depósitos en garantía corresponden a la prenda constituida a favor del BCU en cumplimiento del artículo 206 de la Recopilación de Normas del Mercado de Valores. La garantía deberá mantenerse en todo momento, y consistirá en prenda, expresada en Unidades Indexadas, sobre depósito en efectivo, constituido en el Banco Central del Uruguay. Dicho depósito no devengará intereses.

El saldo al 31 de diciembre de 2010 asciende a UI 8.457.811 equivalentes a \$18.091.259 (UI 7.641.236 equivalentes a \$16.348.495 al 31 de diciembre de 2009).

El monto puede ser liberado en función de las cancelaciones parciales futuras de los fideicomisos financieros administrados.

## 5.2 - Movimientos

Dado que los depósitos en garantía se encontraban en exceso respecto a las exigencias mínimas establecidas por la normativa vigente se procedió realizar las siguientes desafectaciones con fecha 30 de junio de 2009, UI 346.693,76, con fecha 19 de febrero de 2010 UI 580.340,13.

El 22 de Abril de 2009 se constituyó la garantía correspondiente al Fideicomiso Financiero Pronto! 1; dicha constitución ascendió a UI 266.570,00. El Fideicomitente y el Fiduciario acordaron que el Fideicomitente daría en préstamo al Fiduciario los montos necesarios en Unidades Indexadas para constituir la garantía en cuestión.

El 15 de Junio de 2009 se constituyó la garantía correspondiente al Fideicomiso Financiero NZFSU; dicha constitución ascendió a UI 2.022.192,00. El Fideicomitente y el Fiduciario acordaron que el Fideicomitente daría en préstamo al Fiduciario los montos necesarios en Unidades Indexadas para constituir la garantía en cuestión.

El 27 de Septiembre de 2010 se constituyó la garantía correspondiente al Fideicomiso Financiero Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo II; dicha constitución ascendió a UI 2.000.000.

## NOTA 6 – DEUDAS FINANCIERAS

Las deudas financieras al 31 de diciembre de 2010 y al 31 de diciembre de 2009 corresponden a:

	31.12.2010		31.12.2009	
	UI	Equivalente en \$ diciembre 2010	UI	Equivalente en \$ diciembre 2010
Banco Surinvest (1)	2.797.759	5.984.408	3.214.328	6.877.084
Discount Bank L.A. (2)	2.439.635	5.218.379	826.403	1.768.097
Fondos de Terceros (3)	3.220.418	6.888.475	3.600.505	7.703.314
<b>Total</b>	<b>8.457.812</b>	<b>18.091.261</b>	<b>7.641.236</b>	<b>16.348.495</b>

- (1) El préstamo fue pactado sin intereses, y el mismo puede ser cancelado parcialmente a medida que los depósitos afectados en garantía (Nota 5) son liberados por el BCU.
- (2) Corresponde a dos préstamos, uno por UI 439.635 pactado sin intereses, y otro por UI 2.000.000 pactado con intereses a una tasa efectiva anual del 2% (dos por ciento) pagadero en forma semestral, calculados sobre el monto del capital pendiente de pago a la fecha. Ambos préstamos serán cancelados parcialmente a medida que los depósitos afectados en garantía (Nota 5) son liberados por el BCU.
- (3) Financiamiento recibido de algunos fideicomitentes a efectos de constituir los depósitos en garantía requeridos por la normativa vigente. Corresponden a préstamos sin intereses y los mismos son cancelados a medida que los depósitos afectados en garantía (Nota 5) son liberados por el BCU.

El manejo de la liquidez se realiza a partir del calce de operaciones en los depósitos afectados en garantía (Nota 5) y los pasivos financieros correspondientes.

Handwritten signature and initials in the bottom right corner of the page.

## NOTA 7 - PATRIMONIO

Al 31 de diciembre de 2010, al igual que el 31 de diciembre de 2009 el capital integrado ascendía a \$7.893.301 históricos representado por 788 acciones nominativas de valor nominal \$10.000 cada una, y dos certificados provisorios nominativos por \$6.650,50 cada uno. El capital autorizado asciende a \$10.000.000

## NOTA 8 – PARTES VINCULADAS

A continuación, se detallan los saldos y transacciones mantenidos con las partes vinculadas:

Saldos con CPA Ferrere	31.12.2010		31.12.2009	
	USD	Equivalente en \$ diciembre 2010	USD	Equivalente en \$ diciembre 2010
Deudas comerciales	1.912	38.437	7.376	154.884
<b>Total</b>	<b>1.912</b>	<b>38.437</b>	<b>7.376</b>	<b>154.884</b>

Transacciones con CPA Ferrere	31.12.2010		31.12.2009	
	USD	Equivalente en \$ diciembre 2010	USD	Equivalente en \$ diciembre 2010
Honorarios Profesionales	95.405	1.957.084	112.402	2.740.072
<b>Total</b>	<b>95.405</b>	<b>1.957.084</b>	<b>112.402</b>	<b>2.740.072</b>

## NOTA 9 – FIDEICOMISOS ADMINISTRADOS

### 9.1 - UTE 2004 – Fideicomiso Financiero

Con fecha 24 de noviembre de 2004 se celebró un contrato entre UTE y EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A. por el cual se constituye el fideicomiso financiero de oferta pública "UTE 2004 Fideicomiso Financiero".

Con fecha 24 de diciembre el área de Mercado de Valores del Banco Central del Uruguay dispuso la inscripción en el correspondiente registro del contrato de fideicomiso y de los títulos de deuda a ser emitidos.

El valor del fideicomiso asciende a USD 25.000.000 monto que corresponde al valor nominal de un pagaré emitido por UTE con una tasa Libor más 3% lineal anual con un mínimo de 6.5% y un máximo de 8.5% y un plazo de 7 años. La amortización del capital será a través de cuotas semestrales las que incluirán además los intereses devengados.

Con fecha 29 de diciembre de 2004 la Sociedad en su carácter de fiduciario, emitió por oferta pública títulos de deuda escriturales por la totalidad del valor del activo del fideicomiso (USD 25.000.000).

El monto remanente de los títulos de deuda al 31 de diciembre de 2010 asciende a USD 3.571.428,60 (USD 7.142.857,18 al 31 de diciembre de 2009)

## **9.2 - Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo-Fideicomiso Financiero.**

Mediante contrato celebrado el 28 de enero de 2005, modificado el 14 de julio del mismo año, se constituyó el fideicomiso FONDO DE FINANCIAMIENTO DEL TRANSPORTE COLECTIVO URBANO DE MONTEVIDEO FIDEICOMISO FINANCIERO.

El 19 de octubre de 2005 el Banco Central del Uruguay (BCU) autorizó la inscripción del Fideicomiso en el Registro del Mercado de Valores (Comunicación N° 2005/217).

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 y CUTCSA) 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.

Por cuenta del fideicomiso, EFAM emitió títulos escriturales representativos de deuda por un valor nominal de UI 351.239.000 (Unidades indexadas trescientos cincuenta y un millones doscientos treinta y nueve mil) para ser colocados en el mercado.

Dichos títulos devengarán un interés sobre saldos del 8 % lineal anual, en unidades indexadas pagadero 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.

Según se establece en el referido contrato de fideicomiso, de los pagos mensuales que reciba el Fiduciario correspondientes a créditos, éste retendrá en primer término los importes correspondientes al pago de impuestos, tasas o contribuciones que graven al Fideicomiso, la remuneración del Fiduciario, la remuneración del Agente de Custodia y Pago, la remuneración de los servicios de la empresa calificadora de riesgo, la remuneración de los servicios de la firma auditora que realice la auditoría de los estados contables del Fideicomiso y cualquier gasto o costo en que deba incurrir el Fiduciario para cumplir con los fines del Fideicomiso. Con el remanente se procederá al pago de intereses y amortización de los títulos de deuda.

El Discount Bank fue designado como agente de custodia y pago de los títulos de deuda emitidos por el fideicomiso.

El fiduciario EFAM es quien administra los activos del fideicomiso, pero no adquiere ni tiene derecho alguno sobre los Créditos cedidos.

El fideicomiso se extinguirá cuando haya cancelado totalmente las obligaciones asumidas por la emisión de títulos de deuda realizada con un plazo máximo de 10 años.

El monto remanente de los títulos de deuda al 31 de diciembre de 2010 asciende a UI 51.800.659,16 (UI 121.974.041,69 al 31 de diciembre de 2009).



### **9.3 - 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.

### **9.4 - Fideicomiso de Administración**

Con fecha 16 de Agosto de 2006 se firmó el contrato de Fideicomiso de Administración de una persona física del exterior culminando la inscripción ante el Registro Nacional de Actos Personales el 4 de Octubre de 2006. EF Asset Management actúa como fiduciario del mismo.

El presente Fideicomiso tiene por finalidad encomendar al Fiduciario administrar el paquete accionario de una sociedad.

### **9.5 – Fideicomiso Financiero CFP**

El 20 de julio de 2007 se celebró un contrato de Fideicomiso con CERRO FREE PORT S.A. En el mismo se constituye un Fideicomiso denominado "Fideicomiso Financiero CFP", en virtud del cual Cerro Free Port S.A. ("Fideicomitente") transfiere al patrimonio del Fideicomiso el Crédito derivado de un Acuerdo Transaccional celebrado con el Estado.

Como consecuencia del Acuerdo el Estado se obligó a pagar al Fideicomitente la suma de USD 28.500.000 de la siguiente forma: USD 6.000.000 que fueron abonados el día 27 de junio de 2007 y el saldo en 10 cuotas anuales, iguales y consecutivas de USD 2.250.000 cada una, venciendo la primera a los 365 días de realizado el primer pago con más el 7% de interés anual sobre saldos.

La finalidad del Fideicomiso es dotar de liquidez al Fideicomitente a través de la securitización del Crédito de largo plazo contra el Estado correspondientes a las 10 cuotas anuales de USD 2.250.000. Tal objetivo se logra mediante la emisión de los Títulos de Deuda mediante oferta pública por parte del Fiduciario garantizado con el bien fideicomitado por el Fideicomitente.

El 1º de noviembre de 2007 se realizó la emisión de títulos de deuda por un valor nominal de USD 22.500.000.

El monto remanente de los títulos de deuda al 31 de diciembre de 2010 asciende a USD 15.750.000 (USD 18.000.000 al 31 de diciembre de 2009).

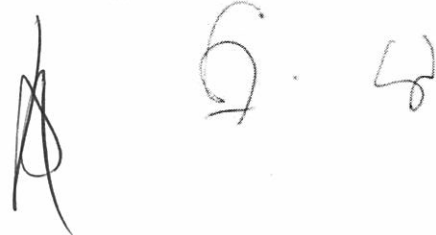
### **9.6 – Fideicomiso de garantía mantenimiento de oferta Las Tenazas S.A.**

El 16 de abril de 2008 se celebró un contrato de Fideicomiso con Las Tenazas S.A. ("Fideicomitente").

En el mismo se constituye un Fideicomiso con función de garantía denominado "Fideicomiso de Garantía Mantenimiento de oferta Las Tenazas S.A." en virtud del cual el fideicomitente encomienda al fiduciario la custodia de una seña entregada a los efectos de documentar una opción de compra.

Como consecuencia del acuerdo, el Fideicomitente entregó como seña la suma de USD 878.276. La finalidad del Fideicomiso es custodiar dicha seña a los efectos de garantizar el fiel cumplimiento de las obligaciones asumidas en los acuerdos de compra.

El 9 de mayo de 2008 se realizó la inscripción del fideicomiso en el Registro Nacional de Actos Personales.



El 31 de julio de 2009 se dio la causal para el cese del fideicomiso y se transfirieron los fondos del mismo de acuerdo a lo establecido en el contrato.

#### **9.7 – Fideicomiso de Garantía NZFSU I**

Con fecha 5 de diciembre de 2008 se celebró un contrato de fideicomiso de garantía con TELENSY S.A., GINOK S.A. y GABEGIM SOCIEDAD AGRARIA LIMITADA (Fideicomitentes) y ABN AMRO N.V. Sucursal Montevideo. BANCO DE LA REPUBLICA ORIENTAL DEL URUGUAY (beneficiarios).

Dicho fideicomiso se constituyó a los efectos de garantizar las préstamos que tienen los fideicomitentes con los beneficiarios. A tales efectos se transfiere al fideicomiso la totalidad de derechos de propiedad y posesión de determinados Inmuebles detallados en el contrato.

El fideicomiso tendrá un plazo de 30 años, o hasta la extinción o disposición de todos los bienes fideicomitados lo que ocurra primero.

#### **9.8 – Fideicomiso Pass Card**

Con fecha 30 de septiembre de 2008 se celebró un contrato de fideicomiso de garantía con PASS CARD S.A. (Fideicomitente) y CORPORACIÓN DE INVERSIONES URUGUAY S.A. SOCIEDAD DE BOLSA (Beneficiario).

El propósito del fideicomiso garantizar todas las obligaciones asumidas por PASS CARD en virtud de Obligaciones Negociables emitidas en oferta privada y cualquier otro gasto u obligación que surja relativo a las obligaciones mencionadas.

La Corporación de Inversiones Uruguay S.A. Sociedad de Bolsa oficia en representación de los suscriptores de las obligaciones negociables. Los suscriptores de las obligaciones negociables son los que surgen o surjan en cada momento del registro que lleva Corporación de Inversiones Uruguay S.A. Sociedad de Bolsa en su calidad de entidad registrante.

El fideicomiso se integrará con los derechos de crédito actuales y futuros del fideicomitente por los créditos cedidos de acuerdo a lo estipulado en el contrato.

Al 31 de diciembre de 2009 los bienes fideicomitados en poder de EFAM eran de \$ 5.279.260,38.

Con fecha 20 de agosto de 2010 se cancelaron la totalidad de las Obligaciones Negociables emitidas por el Fideicomitente.

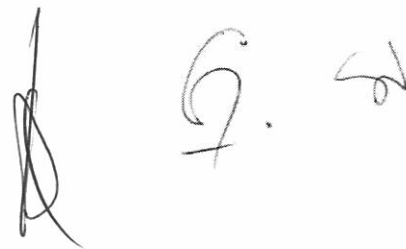
#### **9.9 – Fideicomiso de Garantía Pluna 1**

Con fecha 6 de febrero de 2009 se celebró un contrato de fideicomiso de garantía con PLUNA LINEAS AEREAS URUGUAYAS S.A. (Fideicomitente).

Los beneficiarios del presente fideicomiso son los titulares de las Notas Garantizadas emitidas en oferta privada por PLUNA de acuerdo a lo establecido en el Contrato Marco de Estructuración y Colocación de Notas Garantizadas.

El propósito del fideicomiso es garantizar el fiel cumplimiento y pago puntual de los importes que por capital e intereses se adjudican bajo las Notas Garantizadas emitidas de acuerdo a lo establecido por el contrato de Marco de Estructuración y Colocación de Notas Garantizadas.

El fideicomiso se integra por los créditos cedidos así como el producto de la cobranza de los mismos y cualquier suma existente en la Cuenta Fiduciaria, según lo establecido en el contrato del fideicomiso.



Con fecha 29 de marzo de 2010 las partes han resuelto de común acuerdo rescindir el contrato del fideicomiso

#### **9.10 – Fideicomiso Financiero Pronto! 1**

Con fecha 26 de marzo de 2009 se celebró un contrato de Fideicomiso con KEDAL S.A. En el mismo se constituye un Fideicomiso denominado "Fideicomiso Financiero Pronto! 1", 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 securización 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.

Al 31 de diciembre de 2009 el monto remanente de los títulos asciende a \$ 102.144.300. Con fecha 09 de diciembre de 2010 se cancelaron la totalidad de los Certificados de Participación emitidas por el Fideicomitente.

#### **9.11 – Fideicomiso Financiero NZFSU I**

Con fecha 11 de junio de 2009 se celebró un contrato de Fideicomiso con GIMLEY S.A. y LEMBAY S.A.

En el mismo se constituye un Fideicomiso denominado "Fideicomiso Financiero NZFSU I", en virtud del cual GIMLEY S.A. y LEMBAY S.A. ("Fideicomitente") transfiere al patrimonio del Fideicomiso créditos resultantes de la venta de leche fluida de aquellos establecimientos lecheros que ya integran o que integrarán una vez constituidos y puestos en funcionamiento.

Las Fideicomitentes son junto con Gabefox S.A., Dunkit S.A., Ginok S.A. todas filiales (100% de propiedad) de New Zealand Farming Systems Uruguay Ltd. ("NZFSU") sociedad de responsabilidad limitada de Nueva Zelanda.

Con el objetivo de continuar el desarrollo y de completar su Proyecto comercial en la República Oriental del Uruguay, NZFSU a través de sus filiales uruguayas ha decidido recurrir al financiamiento público a largo plazo, a cuyos efectos ha dispuesto ceder a uno o más fideicomisos financieros. El objetivo se logra mediante la emisión de los Títulos de Deuda por oferta pública por parte del Fiduciario garantizado con un fideicomiso de garantía sobre inmuebles.

Con fecha 25 de junio de 2009 el BCU a través de la Intendencia de Regulación Financiera resolvió la inscripción de los títulos de deuda a emitirse por el Fideicomiso.

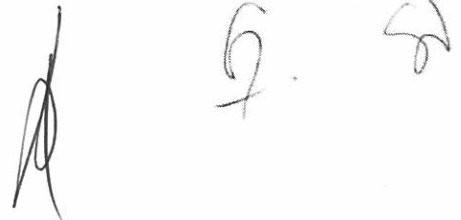
El monto remanente de los títulos de deuda al 31 de diciembre de 2010 asciende a U\$S 30.000.000 (U\$S 30.000.000 al 31 de diciembre de 2009).

#### **9.12 – Fideicomiso de Garantía PLUNA 2**

Con fecha 14 de abril de 2010 se celebró un contrato de fideicomiso de garantía con PLUNA LINEAS AEREAS URUGUAYAS S.A. (Fideicomitente).

Los beneficiarios del presente fideicomiso son Rospide Sociedad de Bolsa S.A. y Ren-Max Sociedad de Bolsa S.A. de acuerdo a lo establecido en el Contrato de Crédito efectuando entre PLUNA y estas sociedades el 14 de abril 2010.

El propósito del fideicomiso es garantizar el fiel cumplimiento y pago puntual de los importes que por capital e intereses de acuerdo a lo establecido por el contrato de Crédito.





El fideicomiso se integra por los créditos cedidos según lo establecido en el contrato del fideicomiso.

### **9.13- Fideicomiso Financiero Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo II.**

Mediante contrato celebrado el 06 de julio de 2010, modificado el 20 de septiembre del mismo año, se constituyó el FIDEICOMISO FINANCIERO FONDO DE FINANCIAMIENTO DEL TRANSPORTE COLECTIVO URBANO DE MONTEVIDEO 2.

A través del citado contrato la Intendencia Municipal de Montevideo, en su calidad de administradora del Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo, cede y transfiere a EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A. (EFAM), en su calidad de Fiduciario del Fideicomiso, la totalidad de los flujos de fondos a percibir por el Fondo a partir de la fecha del citado contrato por concepto de Créditos. Dichos Créditos corresponden a la contribución del 5 % de la recaudación bruta total de las empresas de Transporte (RAINCOOP; CUTCSA; COETC; UCOT Y COME) proveniente de la venta de boletos por los servicios de transporte colectivo urbano de pasajeros. El activo del fideicomiso estará constituido por los derechos cedidos sobre estos Créditos.

En garantía del cumplimiento de las obligaciones derivadas del Contrato de Fideicomiso, se afectan los subsidios que las Empresas de Transporte tienen derecho a recibir de la Intendencia Municipal de Montevideo.

Con fecha 14 de Octubre de 2010; EFAM emitió por cuenta del Fideicomiso, títulos escriturales representativos de deuda por un valor nominal de UI 400.000.000 (Unidades indexadas cuatrocientos millones) para ser colocados en el mercado.

Dichos títulos devengarán un interés sobre saldos del 5,50 % lineal anual, en unidades indexadas pagaderos mensualmente.

Para el cálculo de los intereses se considerará un año de 360 días y los días efectivamente transcurridos entre cada periodo de amortización y pago.

El fideicomiso se extinguirá cuando haya cancelado totalmente las obligaciones asumidas por la emisión de títulos de deuda realizada con un plazo máximo de 10 años.

El monto remanente de los títulos de deuda al 31 de diciembre de 2010 asciende a US\$ 5.966.000 y UI 343.320.000.-

### **NOTA 10 – RIESGOS FINANCIEROS**

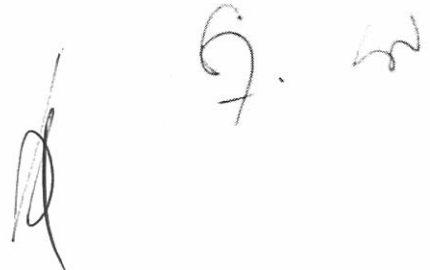
Las actividades de la Sociedad están alcanzadas por los riesgos financieros inherentes a su actividad. Los riesgos financieros a los que se encuentra expuesta la sociedad son: riesgo de crédito, riesgo de liquidez y riesgo de mercado que incluyen los riesgos de las variaciones del tipo de cambio, riesgo de precios y los cambios en la tasa de interés.

La administración del riesgo es ejecutada por la Gerencia bajo políticas aprobadas por el Directorio. El Directorio es quien establece y supervisa las políticas de la sociedad.

#### **10.1 - Riesgo de Crédito**

Es el riesgo de que los clientes o la contraparte de un instrumento financiero no cumplan con sus obligaciones de pagos causando una pérdida financiera a la sociedad.

Para los clientes que requieran créditos y no son sociedades vinculadas, la gerencia realiza análisis específicos. Las cuentas a cobrar son monitoreadas por la gerencia en función de las políticas crediticias establecidas.



Al cierre del ejercicio no existían créditos vencidos no provisionados, ni créditos refinanciados.

#### 10.2 - Riesgo de Liquidez

Es el riesgo de que la Sociedad encuentre dificultades en cumplir sus obligaciones asociadas con pasivos financieros. La Gerencia maneja el riesgo de liquidez mediante el mantenimiento de niveles adecuados de disponibilidades que le permitan cumplir con los vencimientos de sus pasivos.

Se realiza un presupuesto de caja en forma anual el cual es revisado periódicamente, en el que se analiza las necesidades de fondos para cumplir con los vencimientos de los pasivos y en base al cual se toma las decisiones de las inversiones a realizar.

En caso de tener necesidades de fondos para cubrir temporalmente desfasajes en su flujo de efectivo, la sociedad recurre a fuentes de financiamiento a través de sus accionistas o empresas vinculadas.

#### 10.3 - Riesgo de Mercado

Es el riesgo de que variaciones en los precios de mercado (tipo de cambio, tasa de interés) afecten los resultados de la Sociedad.

##### i) Riesgo de tipo de cambio

La Sociedad incurre en el riesgo de tipo de cambio en su inversión en Bonos del Tesoro Uruguayo, en parte de su facturación y en compras a proveedor de servicios profesionales (Nota 3).

La Gerencia monitorea este riesgo de forma de mantener la exposición al mismo en niveles aceptables. A su vez fija las tarifas a sus clientes en base a un análisis que considera las variaciones en el tipo de cambio, determinando los ajustes de precios que sean necesarios sin perder la competitividad de los mismos en el mercado.

##### ii) Riesgo de tasa Interés

Los pasivos financieros que tiene la sociedad son sin intereses o a tasa fija por lo que no existe riesgo de tasa de interés.

#### Valor Razonable

Los valores contables de activos y pasivos financieros no difieren significativamente de sus valores razonables.

### NOTA 11 – IMPUESTO A LA RENTA

#### 11.1 Composición del resultado por impuesto

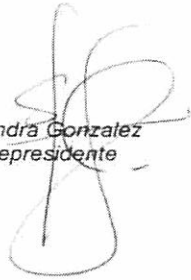
	2010	2009
Impuesto corriente	(493.861)	(43.917)
Impuesto diferido	-	-
<b>Total</b>	<b>(493.861)</b>	<b>(43.917)</b>


11.2 Reconciliación del resultado del ejercicio y el gasto por impuesto

	<u>2010</u>	<u>2009</u>
Resultado del ejercicio antes del impuesto a la renta	1 694.138	59 139
Impuesto a la tasa vigente	(423.534)	(14.185)
Ajuste fiscal por inflación	98.578	41.707
Impuestos no deducibles	(162.828)	(38.594)
Otros	(6.077)	(32.845)
<b>Impuesto</b>	<b>(493.861)</b>	<b>(43.917)</b>

NOTA 12 – HECHOS POSTERIORES

A la fecha de presentación de los presentes estados contables no existen hechos que puedan afectar la situación existente al 31 de diciembre de 2010 en forma significativa.

  
Sandra Gonzalez  
Vicepresidente

  
Gonzalo Secco  
Síndico Suplente



Deloitte S.C.  
Juncal 1385, Piso 11  
Montevideo, 11.000  
Uruguay

Tel: +598 2916 0756  
Fax: +598 2916 3317

[www.deloitte.com/uy](http://www.deloitte.com/uy)

A handwritten signature or mark, possibly a stylized 'A' or similar character, located at the bottom right of the page.

**EF Asset Management Administradora de  
Fondos de Inversion S.A.**

INFORME DE COMPILACIÓN  
AL 31 DE MARZO 2011

**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 2011 y de los correspondientes estados de resultados, de evolución del patrimonio neto y de origen y aplicación de fondos por el período de nueve finalizado en dicha fecha, conjuntamente con sus notas explicativas y Anexo. Dichos estados contables constituyen afirmaciones de la Dirección de la Sociedad, quien es responsable por la información contenida en los mismos y por su presentación de acuerdo con normas contables adecuadas en Uruguay.

La referida compilación fue realizada de acuerdo con la Norma Internacional de Servicios Relacionados Nro. 4410 según lo establecido por el Pronunciamiento Nro. 18 del Colegio de Contadores, Economistas y Administradores del Uruguay, y se limitó a presentar bajo la forma de estados contables las afirmaciones de la Dirección, sobre la situación patrimonial y financiera y los resultados de la Sociedad.

El trabajo de compilación realizado no consistió en un examen de acuerdo con Normas Internacionales de Auditoría o una revisión limitada de los referidos estados contables, por lo cual no expresamos una opinión u otro tipo de conclusión sobre los mismos.

Dejamos constancia que nuestra vinculación con EF ASSET MANAGEMENT ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A. deriva de nuestra actuación como asesores contables externos.

Montevideo, 2 de mayo de 2011



CPA FERRERÉ  
  
NELSON MENDIBURU  
Socio  
Contador Público  
C.J.P.P.U. 42.226

Analia  
Morosi  
/31788  
31  
Firmado digitalmente por Analia Morosi (31788) Nombre de reconocimiento DN CN=CPA Ferrere, ou=Banco Central del Uruguay, c=Uruguay, o=Montevideo, email=aniamorosi@cpa.com.uy Fecha: 2011.05.04 10:39:50 -03'03'

**TIMBRE DE CAJA DE JUBILACIONES Y PENSIONES DE PROFESIONALES UNIVERSITARIOS EN EL ORIGINAL**

CPA / FERRERE

EF ASSET MANAGEMENT  
ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A.

ESTADO DE SITUACION PATRIMONIAL  
AL 31 DE MARZO DE 2011  
(expresado en pesos uruguayos ajustados)

ACTIVO	31/03/2011	31/12/2010
<b>ACTIVO CORRIENTE</b>		
<b>DISPONIBILIDADES</b>		
Banco M/E	1 894 969	1 729 984
Banco M/N	863 509	957 259
Banco Central del Uruguay S	6.607	
	<u>2.765.085</u>	<u>2.687.242</u>
<b>INVERSIONES TEMPORARIAS</b>		
Bonos del Tesoro	4 686 712	5 130 531
Intreses a cobrar	55.266	137.106
	<u>4.741.978</u>	<u>5.267.637</u>
<b>CREDITOS POR VENTAS</b>		
Deudores por ventas	374.203	127.988
	<u>374.203</u>	<u>127.988</u>
<b>OTROS CREDITOS</b>		
Pago anticipado de Impuestos	55 075	317 007
Certificado de créditos	-	9.985
	<u>55.075</u>	<u>326.992</u>
	<u>7.936.341</u>	<u>8.409.859</u>
<b>ACTIVO NO CORRIENTE</b>		
<b>OTROS CREDITOS NO CORRIENTES</b>		
Depósito en garantía en BCU (nota 5)	18.117.130	18.751.590
	<u>18.117.130</u>	<u>18.751.590</u>
<b>TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE</b>	<u>18.117.130</u>	<u>18.751.590</u>
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<u>26.053.471</u>	<u>27.161.449</u>
<b>CUENTAS DE ORDEN (Nota 9)</b>	1 876.898.048	2 028.022.396

Las notas 1 a 11 y los anexos que se acompañan forman parte de los presentes estados contables



*Sandra González*  
Vice Presidente

*Bruno Gilli*  
Síndico

TIMBRE DE CAJA DE JUBILACIONES  
Y PENSIONES DE PROFESIONALES  
UNIVERSITARIOS EN EL ORIGINAL

EF ASSET MANAGEMENT  
ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A.


ESTADO DE SITUACION PATRIMONIAL  
AL 31 DE MARZO DE 2011  
(expresado en pesos uruguayos ajustados)


PASIVO	31/03/2011	31/12/2010
<b>PASIVO CORRIENTE</b>		
<b>DEUDAS COMERCIALES</b>		
Honorarios Profesionales	216.642	39.840
	<u>216.642</u>	<u>39.840</u>
<b>DEUDAS DIVERSAS</b>		
DGI a Pagar	427.517	23.695
Servicios Cobrados por Adelantado	50.402	71.832
Provision Deudas Fiscales	-	754.020
	<u>477.919</u>	<u>849.546</u>
<b>DEUDAS FINANCIERAS</b>		
Intereses a pagar	45.343	23.649
	<u>45.343</u>	<u>23.649</u>
<b>TOTAL PASIVO CORRIENTE</b>	<b>739.904</b>	<b>913.035</b>
<b>PASIVO NO CORRIENTE</b>		
<b>DEUDAS FINANCIERAS</b>		
Préstamos en UI (Nota 6)	18.117.130	18.751.590
	<u>18.117.130</u>	<u>18.751.590</u>
<b>TOTAL PASIVO NO CORRIENTE</b>	<b>18.117.130</b>	<b>18.751.590</b>
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>18.857.034</b>	<b>19.664.625</b>
<b>PATRIMONIO (Nota 7)</b>		
<b>CAPITAL</b>		
Capital integrado	7.893.301	7.893.301
Reexpresion monetaria	1.876.680	1.876.680
	<u>9.769.981</u>	<u>9.769.981</u>
<b>RESULTADOS</b>		
Resultados acumulados	(2.273.157)	(3.517.244)
Resultado del periodo	(300.387)	1.244.087
	<u>(2.573.544)</u>	<u>(2.273.157)</u>
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>7.196.437</b>	<b>7.496.824</b>
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>26.053.471</b>	<b>27.161.449</b>
<b>CUENTAS DE ORDEN (Nota 9)</b>	<b>1.876.898.048</b>	<b>2.028.022.396</b>

Las notas 1 a 11 y los anexos que se acompañan forman parte de los presentes estados contables

  
Sandra González  
Vice Presidente

2

  
Bruno Gill  
Presidente





EF ASSET MANAGEMENT  
ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A.

ESTADO DE RESULTADOS  
POR EL PERIODO DE TRES MESES FINALIZADO EL 31 DE MARZO DE 2011  
(expresado en pesos uruguayos ajustados)

	31/03/2011	31/03/2010
<b>INGRESOS OPERATIVOS</b>		
Ingresos por servicios prestados	1.168.011	759.341
	<u>1.168.011</u>	<u>759.341</u>
<b>GASTOS DE ADM. Y VENTAS</b>		
Honorarios Profesionales	(886.754)	(405.020)
Impuesto al patrimonio	15	(48.353)
Tasa de control regulatorio del sistema financiero	(7.147)	(3.293)
Otros impuestos	-	(2.397)
Papelería	-	(1.526)
Varios	(4.117)	-
Timbres profesionales	(3.314)	(13.270)
	<u>(901.317)</u>	<u>(473.859)</u>
<b>RESULTADO OPERATIVO</b>	<u>266.694</u>	<u>285.482</u>
<b>RESULTADOS FINANCIEROS</b>		
Resultado por tenencia	(40.982)	202.219
Resultado por pasivo con Surinvest	-	-
Intereses ganados	73.021	79.324
Comisiones Bancarias	(1.694)	(4.310)
Resultado por desvalorización monetaria y tenencia	(569.130)	(210.694)
Intereses perdidos	(27.251)	-
	<u>(566.036)</u>	<u>66.539</u>
<b>IRAE</b>	(1.045)	(147.214)
<b>RESULTADO DEL PERIODO</b>	<u>(300.387)</u>	<u>204.807</u>

Las notas 1 a 11 y los anexos que se acompañan forman parte de los presentes estados contables

Sandra González  
Vice Presidenta

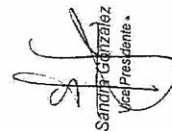
Bruno Gili  
Síndico

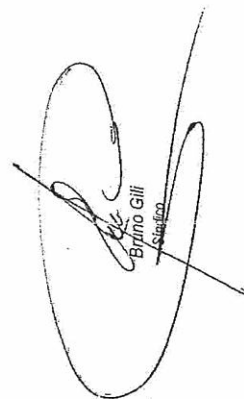
**EF ASSET MANAGEMENT**  
**ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A.**

**ESTADO DE EVOLUCION DEL PATRIMONIO**  
**POR EL PERIODO DE TRES MESES FINALIZADO EL 31 DE MARZO DE 2011**  
 (expresado en pesos uruguayos ajustados)

	31/03/2011			Total Patrimonio Neto	31/03/2010 Total Patrimonio Neto
	Capital Integrado	Ajustes al Patrimonio	Aportes a Capitalizar		
Saldo al inicio del periodo	7.893.301	-	-	(2.193.113)	5.700.188
Reexpresión del Saldo Inicial	1.876.680	-	-	(80.044)	1.796.636
Saldo al inicio del periodo ajustados	9.769.981	-	-	(2.273.157)	7.496.824
Resultado del periodo				(300.387)	(300.387)
Saldo al final del periodo	9.769.981	-	-	(2.573.544)	7.196.437

Las notas 1 a 11 y los anexos que se acompañan toman parte de los presentes estados contables.

  
 Samuel C. González  
 Vicepresidente.

  
 Bruno Gill  
 Gerente

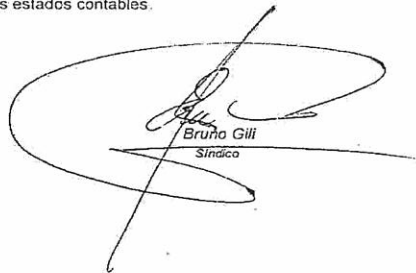
**EF ASSET MANAGEMENT  
ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A.**

**ESTADO DE FLUJO DE EFECTIVO  
POR EL PERIODO DE TRES MESES FINALIZADO EL 31 DE MARZO DE 2011  
(expresado en pesos uruguayos ajustados)**

	<u>31/03/2011</u>	<u>31/03/2010</u>
<b>1. FLUJO DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE OPERACIÓN</b>		
Resultado del período	(300 387)	204 808
Ajustes por:		
Resultado por desvalorización monetaria y tenencia	394 304	(49 186)
Constitución neta de provisiones por cuentas a pagar	-	291 456
Resultados ganados devengados no percibidos	(429 469)	(388 094)
Resultado perdidos devengados a pagar	238 336	-
Cambios en activos operativos		
Deudores por Ventas	127 988	286 114
Otros Créditos	258 926	180 430
Cambios en pasivos operativos		
Deudas comerciales	(39 840)	(369 516)
Deudas diversas	(371 627)	(124 542)
<b>Flujo neto aplicado a operaciones</b>	<b>(121.772)</b>	<b>31.469</b>
<b>2. FLUJO DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE INVERSIÓN</b>		
Constitución de depósito en garantía en BCU	(145 988)	-
Desafectación de depósito en Garantía BCU	586 219	1 290 057
Cancelación (adquisición) de letras del Tesoro Americano	-	159 318
Cobro intereses bonos del tesoro	150 097	-
<b>Flujo neto proveniente de actividades de inversión</b>	<b>590.328</b>	<b>1.449.375</b>
<b>3. FLUJO DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO</b>		
Préstamo de terceros UI	145 988	-
Cancelación de Préstamos	(586 219)	(1 290 057)
<b>Flujo neto proveniente (aplicado) por actividades de financiamiento</b>	<b>(440.232)</b>	<b>(1.290.057)</b>
<b>4. AUMENTO (DISMINUCIÓN) DE EFECTIVO Y EQUIVALENTE</b>	<b>28.325</b>	<b>190.789</b>
RDM del efectivo y equivalente de efectivo	49.519	(6.458)
<b>5. EFECTIVO Y EQUIVALENTE DE EFECTIVO AL INICIO</b>	<b>2 687.242</b>	<b>1 225.990</b>
<b>6. EFECTIVO Y EQUIVALENTE DE EFECTIVO AL FINAL</b>	<b>2.765.085</b>	<b>1.410.320</b>

Las notas 1 a 11 y los anexos que se acompañan forman parte de los presentes estados contables.

  
 Sandra González  
 Vice Presidente

  
 Bruno Gill  
 Síndico

**EF ASSET MANAGEMENT  
ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A.**

**NOTAS A LOS ESTADOS CONTABLES DEL EJERCICIO FINALIZADO EL 31 DE  
MARZO DE 2011**

**NOTA 1 - INFORMACIÓN BÁSICA**

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 Banco Central del Uruguay autorizó a la Sociedad a actuar como Fiduciario Financiero en el marco de la Ley 17 703 de fecha 27 de octubre de 2003. Asimismo, en dicha fecha, la Sociedad fue inscrita en el Registro de Mercado de Valores del Banco Central del Uruguay como Fiduciario Financiero.

El 23 de mayo de 2005, el Banco Central del Uruguay autorizó a la Sociedad a actuar como Fiduciario Profesional en el marco de la Ley 17 703 de fecha 27 de octubre de 2003. Asimismo, en dicha fecha, la Sociedad fue inscrita en el Registro de Fiduciarios Profesionales, Sección Fiduciarios Generales.

**NOTA 2 - PRINCIPALES POLÍTICAS CONTABLES**

**2.1. - Normas contables aplicadas**

A la fecha de emisión de los presentes estados contables, las normas contables adecuadas en Uruguay aplicables a la Sociedad se encuentran establecidas en los Decretos 103/91, 266/07, 99/09, 37/10 y 65/10.

El decreto 266/07 ha sido publicado con fecha 31 de julio de 2007, que hace obligatoria, como normas contables adecuadas en Uruguay, la aplicación de las Normas Internacionales de Información Financiera adoptadas y traducidas a idioma español a esa fecha y las normas de presentación contenidas en el Decreto 103/91.

Los decretos 099/09 y 65/10 establecen la obligatoriedad de ajustar por inflación los estados contables para aquellas entidades que cumplan con ciertos requisitos (alguno de los cuales aplican a la sociedad).

Estas modificaciones normativas rigen en forma obligatoria para los ejercicios económicos iniciados a partir del 1 de enero de 2009.

El decreto 37/10 clarifica en qué casos las normas internacionales de información financiera (NIIF) priman en materia de exposición sobre el Decreto 103/91 y en qué casos este último prima sobre las NIIF.

Con posterioridad a la fecha del Decreto 266/07 han sido modificadas, enmendadas y/o adoptadas por el IASB distintas normas e interpretaciones que aún no han sido adoptadas por la entidad por no serlo requerido por la legislación vigente, cuyo eventual impacto sobre la Sociedad no ha sido evaluado a la fecha.

C



## 2.2 - Reexpresión a moneda constante

Los estados contables han sido preparados en moneda constante para reflejar en forma integral los efectos de las variaciones en el poder adquisitivo de la moneda uruguaya sobre la situación patrimonial y financiera de la Sociedad mediante la aplicación del Índice de Precios al Consumidor (IPC).

La metodología de ajuste por inflación utilizada fue la recomendada por la Norma Internacional de contabilidad 29, y consiste básicamente en presentar:

- a) los rubros monetarios a sus valores nominales al cierre del ejercicio.
- b) los rubros no monetarios ajustados sustancialmente mediante la aplicación de coeficientes de ajuste desde el momento de origen de las partidas que componen el saldo al cierre

El resultado por exposición a la inflación derivado de la corrección monetaria integral de los estados contables para reflejar el efecto de las variaciones en el poder adquisitivo de la moneda fue imputada al resultado del ejercicio en el rubro Resultados financieros, Resultado por Desvalorización Monetaria – RDM y por tenencia

Al 31 de marzo de 2010, la variación acumulada sobre la base del índice mencionado, ascendió a 3,65%

## 2.3 - 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

## 2.4 - Definición de fondos

Para la preparación del estado de flujo de efectivo del ejercicio el concepto de fondos utilizado es el efectivo y equivalente de efectivo

## 2.5 - Criterios de valuación y exposición

Los principales criterios de valuación y exposición utilizados para la preparación de los estados contables fueron los siguientes:

- a) **Activos y pasivos en moneda extranjera:** Los activos y pasivos en moneda extranjera se han convertido a pesos uruguayos utilizando el tipo de cambio billete comprador interbancario vigente a la fecha de la transacción. La cotización vigente al 31 de marzo de 2011 (\$ 19,198 por USD 1) y 31 de diciembre de 2010 (\$ 20,103 por USD 1) Los activos y pasivos en Unidades Indexadas (UI) se han convertido a pesos uruguayos utilizando el valor de la Unidad Indexada del cierre del ejercicio. Al 31 de marzo de 2011 la cotización de 1 UI es \$ 2,1940 y al 31 de diciembre 2010 fue de \$ 2,1390. 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) **Cuentas de resultados:** se ha aplicado el criterio de lo devengado para el reconocimiento de los ingresos e imputación de los egresos o costos incurridos.



- d) **Créditos:** Se presentan al valor nominal.
- e) **Inversiones temporarias:** Los Bonos del tesoro se presentan a su cotización sin cupón al cierre más los intereses devengados correspondientes.
- f) **Depósitos afectados en garantía:** Se presentan al importe efectivamente depositado.
- g) **Deudas financieras:** Se presentan al costo amortizado.
- h) **Impuesto a la renta:** El cargo por el impuesto corriente se determina aplicando la tasa del 25% sobre la utilidad impositiva del 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.

#### 2.6 - Uso de estimaciones

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

#### NOTA 3 – ACTIVOS Y PASIVOS EN MONEDA DISTINTA AL PESO URUGUAYO

Los Estados de Situación Patrimonial al 31 de marzo de 2011 y al 31 de diciembre de 2010 incluyen los siguientes saldos en moneda distinta al peso uruguayo:

##### Dólares estadounidenses

	31.03.2011		31.12.2010	
	USD	Equivalente en \$ marzo 2011	USD	Equivalente en \$ marzo 2011
<b>ACTIVO</b>				
Banco M/E	98 706	1 894 958	83 026	1 729 993
Bonos del Tesoro	244 125	4 686 712	246 225	5 130 531
Intereses a cobrar	2 879	55 271	6 580	137 106
Deudores por ventas	6 050	116 148	4 686	97 641
<b>Total</b>	<b>351.760</b>	<b>6.753.088</b>	<b>340.517</b>	<b>7.095.271</b>
<b>PASIVO</b>				
Deudas comerciales	7 675	147 345	1.912	39 840
<b>Total</b>	<b>7.675</b>	<b>147.345</b>	<b>1.912</b>	<b>39.840</b>
<b>Posición neta</b>	<b>344.085</b>	<b>6.605.744</b>	<b>338.605</b>	<b>7.055.431</b>

Unidades Indexadas

	31.03.2011		31.12.2010	
	UI	Equivalente en \$ marzo 2011	UI	Equivalente en \$ marzo 2011
<b>ACTIVO</b>				
<b>No Corriente</b>				
Depósito en Garantía (Otros Créditos)	8 257 579	18 117 130	8 457 812	18 751 591
<b>Total</b>	<b>8.257.579</b>	<b>18.117.130</b>	<b>8.457.812</b>	<b>18.751.591</b>
<b>PASIVO</b>				
<b>Corriente</b>				
Intereses a pagar	20 667	45 343	10 667	23 650
<b>No Corriente</b>				
Deudas Financieras	8 257 579	18.117.130	8 457 812	18 751 591
<b>Total</b>	<b>8.278.246</b>	<b>18.162.473</b>	<b>8.468.479</b>	<b>18.775.241</b>
<b>Posición neta</b>	<b>(20.667)</b>	<b>(45.343)</b>	<b>(10.667)</b>	<b>(23.651)</b>

**NOTA 4 – INVERSIONES TEMPORARIAS**

Las inversiones temporarias al 31 de marzo de 2011 corresponden a:

	Valor nominal USD	Precio sin cupón	Tasa anual	Vencimiento	Valor en USD	Equivalente en \$
Bonos del tesoro	210.000	116,25	7,05%	21/07/2019	244.125	4 686 712

Las inversiones temporarias al 31 de diciembre 2010 corresponden a:

	Valor nominal USD	Precio sin cupón	Tasa anual	Vencimiento	Valor en USD	Equivalente en \$
Bonos del tesoro	210.000	117,25	7,05%	21/07/2019	246 225	5 130 531

## NOTA 5 – BIENES DE DISPONIBILIDAD RESTRINGIDA

### 5.1 - Saldos

Los depósitos en garantía corresponden a la prenda constituida a favor del BCU en cumplimiento de la normativa vigente (Circular 1982 del 31 de diciembre de 2007). La garantía deberá mantenerse en todo momento, y consistirá en prenda, expresada en Unidades Indexadas, sobre depósito en efectivo, constituido en el Banco Central del Uruguay. Dicho depósito no devengará intereses.

El saldo al 31 de marzo de 2011 asciende a UI 8.257.579 equivalentes a \$18.117.130 (UI 8.457.812 equivalentes a \$18.751.591 al 31 de diciembre de 2010)

El monto puede ser liberado en función de las cancelaciones parciales futuras de los fideicomisos financieros administrados

### 5.2 - Movimientos

Dado que los depósitos en garantía se encontraban en exceso respecto a las exigencias mínimas establecidas por la normativa vigente se procedió realizar la siguiente desafectación, con fecha 19 de febrero de 2010 UI 580.340,13.

El 27 de Septiembre de 2010 se constituyó la garantía correspondiente al Fideicomiso Financiero Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo II; dicha constitución ascendió a UI 2.000.000

Dado que los depósitos en garantía se encontraban en exceso respecto a las exigencias mínimas establecidas por la normativa vigente se procedió realizar las siguientes desafectaciones con fecha 21 de enero de 2011, UI 266.570

El 04 de Febrero de 2011 se constituyó la garantía correspondiente al Fideicomiso Financiero Velum; dicha constitución ascendió a UI 66.338

## NOTA 6 – DEUDAS FINANCIERAS

Las deudas financieras al 31 de marzo de 2011 y al 31 de diciembre de 2010 corresponden a:

	31.03.2011		31.12.2010	
	UI	Equivalente en \$ marzo 2011	UI	Equivalente en \$ marzo 2011
Banco Surinvest (1)	2.797.759	6.138.284	2.797.759	6.202.838
Discount Bank L.A (2)	2.439.635	5.352.559	2.439.635	5.408.850
Fondos de Terceros (3)	3.020.185	6.626.286	3.220.418	7.139.903
<b>Total</b>	<b>8.257.579</b>	<b>18.117.130</b>	<b>8.457.812</b>	<b>18.751.591</b>

(1) El préstamo fue pactado sin intereses, y el mismo puede ser cancelado parcialmente a medida que los depósitos afectados en garantía (Nota 5) son liberados por el BCU

(2) Corresponde a dos préstamos, uno por UI 439.635 pactado sin intereses, y otro por UI 2.000.000 pactado con intereses a una tasa efectiva anual del 2% (dos por ciento) pagadero en forma semestral, calculados sobre el monto del capital pendiente de pago a la



fecha Ambos préstamos serán cancelado parcialmente a medida que los depósitos afectados en garantía (Nota 5) son liberados por el BCU

- (3) Financiamiento recibido de algunos fideicomitentes a efectos de constituir los depósitos en garantía requeridos por la normativa vigente. Corresponden a préstamos sin intereses y los mismos son cancelados a medida que los depósitos afectados en garantía (Nota 5) son liberados por el BCU.

El manejo de la liquidez se realiza a partir del cauce de operaciones en los depósitos afectados en garantía (Nota 5) y los pasivos financieros correspondientes

#### NOTA 7 - PATRIMONIO

Al 30 de junio de 2009 el capital integrado ascendía a \$ 7.893.301 históricos representado por 788 acciones nominativas de valor nominal \$ 10.000 cada una, y dos certificados provisorios nominativos por \$ 6.650,50 cada uno. El capital autorizado asciende a \$ 10.000.000

#### NOTA 8 – PARTES VINCULADAS

A continuación, se detallan los saldos y transacciones mantenidos con las partes vinculadas:

Saldos con CPA Ferrere	31.03.2011		31.12.2010	
	USD	Equivalente en \$ marzo 2011	USD	Equivalente en \$ marzo 2011
Deudas comerciales	11.285	216.641	1.912	39.840
<b>Total</b>	<b>11.285</b>	<b>216.641</b>	<b>1.912</b>	<b>39.840</b>

Transacciones con CPA Ferrere	31.03.2011		31.03.2010	
	USD	Equivalente en \$ marzo 2011	USD	Equivalente en \$ marzo 2011
Honorarios Profesionales	44.723	886.754	18.641	400.333
<b>Total</b>	<b>44.723</b>	<b>886.754</b>	<b>18.641</b>	<b>400.333</b>

#### NOTA 9 – FIDEICOMISOS ADMINISTRADOS

##### 9.1 - UTE 2004 – Fideicomiso Financiero

Con fecha 24 de noviembre de 2004 se celebró un contrato entre UTE y EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A. por el cual se constituye el fideicomiso financiero de oferta pública "UTE 2004 Fideicomiso Financiero"

Con fecha 24 de diciembre el área de Mercado de Valores del Banco Central del Uruguay dispuso la inscripción en el correspondiente registro del contrato de fideicomiso y de los títulos de deuda a ser emitidos.

El valor del fideicomiso asciende a USD 25.000.000 monto que corresponde al valor nominal de un pagaré emitido por UTE con una tasa Libor más 3% lineal anual con un mínimo de 6,5% y un máximo de 8,5% y un plazo de 7 años. La amortización del capital será a través de cuotas semestrales las que incluirán además los intereses devengados.

Con fecha 29 de diciembre de 2004 la Sociedad en su carácter de fiduciario, emitió por oferta pública títulos de deuda escriturales por la totalidad del valor del activo del fideicomiso (USD 25 000 000)

El monto remanente de los títulos de deuda al 31 de marzo de 2011 asciende a USD 3 571 428,60 (USD 3 571 428,60 al 31 de diciembre de 2010).

## **9.2 - Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo-Fideicomiso Financiero.**

Mediante contrato celebrado el 28 de enero de 2005, modificado el 14 de julio del mismo año, se constituyó el fideicomiso FONDO DE FINANCIAMIENTO DEL TRANSPORTE COLECTIVO URBANO DE MONTEVIDEO FIDEICOMISO FINANCIERO

El 19 de octubre de 2005 el Banco Central del Uruguay (BCU) autorizó la inscripción del Fideicomiso en el Registro del Mercado de Valores (Comunicación N° 2005/217)

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 y CUTCSA) 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

Por cuenta del fideicomiso, EFAM emitió títulos escriturales representativos de deuda por un valor nominal de UI 351.239.000 (Unidades indexadas trescientos cincuenta y un millones doscientos treinta y nueve mil) para ser colocados en el mercado

Dichos títulos devengarán un interés sobre saldos del 8 % lineal anual en unidades indexadas pagadero 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

Según se establece en el referido contrato de fideicomiso, de los pagos mensuales que reciba el Fiduciario correspondientes a créditos, éste retendrá en primer término los importes correspondientes al pago de impuestos, tasas o contribuciones que graven al Fideicomiso, la remuneración del Fiduciario, la remuneración del Agente de Custodia y Pago, la remuneración de los servicios de la empresa calificadora de riesgo, la remuneración de los servicios de la firma auditora que realice la auditoría de los estados contables del Fideicomiso y cualquier gasto o costo en que deba incurrir el Fiduciario para cumplir con los fines del Fideicomiso. Con el remanente se procederá al pago de intereses y amortización de los títulos de deuda.

El Discount Bank fue designado como agente de custodia y pago de los títulos de deuda emitidos por el fideicomiso

El fiduciario EFAM es quien administra los activos del fideicomiso, pero no adquiere ni tiene derecho alguno sobre los Créditos cedidos

El fideicomiso se extinguirá cuando haya cancelado totalmente las obligaciones asumidas por la emisión de títulos de deuda realizada con un plazo máximo de 10 años

El monto remanente de los títulos de deuda al 31 de marzo de 2011 asciende a UI 35.371.154,70 (UI 51.800.659,16 al 31 de diciembre de 2010)

### **9.3 - 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

### **9.4 - Fideicomiso de Administración**

Con fecha 16 de Agosto de 2006 se firmó el contrato de Fideicomiso de Administración de una persona física del exterior culminando la inscripción ante el Registro Nacional de Actos Personales el 4 de Octubre de 2006. EF Asset Management actúa como fiduciario del mismo

El presente Fideicomiso tiene por finalidad encomendar al Fiduciario administrar el paquete accionario de una sociedad

### **9.5 – Fideicomiso Financiero CFP**

El 20 de julio de 2007 se celebró un contrato de Fideicomiso con CERRO FREE PORT S.A. En el mismo se constituye un Fideicomiso denominado "Fideicomiso Financiero CFP", en virtud del cual Cerro Free Port S.A. ("Fideicomitente") transfiere al patrimonio del Fideicomiso el Crédito derivado de un Acuerdo Transaccional celebrado con el Estado

Como consecuencia del Acuerdo el Estado se obligó a pagar al Fideicomitente la suma de USD 28.500.000 de la siguiente forma: USD 6.000.000 que fueron abonados el día 27 de junio de 2007 y el saldo en 10 cuotas anuales, iguales y consecutivas de USD 2.250.000 cada una, venciendo la primera a los 365 días de realizado el primer pago con más el 7% de interés anual sobre saldos.

La finalidad del Fideicomiso es dotar de liquidez al Fideicomitente a través de la securitización del Crédito de largo plazo contra el Estado correspondientes a las 10 cuotas anuales de USD 2.250.000. Tal objetivo se logra mediante la emisión de los Títulos de Deuda mediante oferta pública por parte del Fiduciario garantizado con el bien fideicomitado por el Fideicomitente

El 1º de noviembre de 2007 se realizó la emisión de títulos de deuda por un valor nominal de USD 22.500.000

El monto remanente de los títulos de deuda al 31 de marzo de 2011 asciende a USD 13.500.000 (USD 15.750.000 al 31 de diciembre de 2010).

### **9.6 – Fideicomiso de Garantía NZFSU I**

Con fecha 5 de diciembre de 2008 se celebró un contrato de fideicomiso de garantía con TELENSY S.A., GINOK S.A. y GABEGIM SOCIEDAD AGRARIA LIMITADA (Fideicomitentes) y ABN AMRO N.V. Sucursal Montevideo BANCO DE LA REPUBLICA ORIENTAL DEL URUGUAY (beneficiarios)

Dicho fideicomiso se constituyó a los efectos de garantizar los préstamos que tienen los fideicomitentes con los beneficiarios. A tales efectos se transfiere al fideicomiso la totalidad de derechos de propiedad y posesión de determinados Inmuebles detallados en el contrato.

El fideicomiso tendrá un plazo de 30 años o hasta la extinción o disposición de todos los bienes fideicomitados lo que ocurra primero

#### **9.7 – Fideicomiso Pass Card**

Con fecha 30 de septiembre de 2008 se celebró un contrato de fideicomiso de garantía con PASS CARD S.A. (Fideicomitente) y CORPORACIÓN DE INVERSIONES URUGUAY S A SOCIEDAD DE BOLSA (Beneficiario).

El propósito del fideicomiso garantizar todas las obligaciones asumidas por PASS CARD en virtud de Obligaciones Negociables emitidas en oferta privada y cualquier otro gasto u obligación que surja relativo a las obligaciones mencionadas.

La Corporación de Inversiones Uruguay S.A. Sociedad de Bolsa oficia en representación de los suscriptores de las obligaciones negociables. Los suscriptores de las obligaciones negociables son los que surgen o surjan en cada momento del registro que lleva Corporación de Inversiones Uruguay S A. Sociedad de Bolsa en su calidad de entidad registrante

El fideicomiso se integrará con los derechos de crédito actuales y futuros del fideicomitente por los créditos cedidos de acuerdo a lo estipulado en el contrato

Al 31 de diciembre de 2009 los bienes fideicomitados en poder de EFAM eran de \$ 5.851.105 pesos ajustados.

Con fecha 20 de agosto de 2010 se cancelaron la totalidad de las Obligaciones Negociables emitidas por el Fideicomitente.

#### **9.8 – Fideicomiso de Garantía Pluna 1**

Con fecha 6 de febrero de 2009 se celebró un contrato de fideicomiso de garantía con PLUNA LINEAS AEREAS URUGUAYAS S A. (Fideicomitente).

Los beneficiarios del presente fideicomiso son los titulares de las Notas Garantizadas emitidas en oferta privada por PLUNA de acuerdo a lo establecido en el Contrato Marco de Estructuración y Colocación de Notas Garantizadas

El propósito del fideicomiso es garantizar el fiel cumplimiento y pago puntual de los importes que por capital e intereses se adjudican bajo las Notas Garantizadas emitidas de acuerdo a lo establecido por el contrato de Marco de Estructuración y Colocación de Notas Garantizadas

El fideicomiso se integra por los créditos cedidos así como el producto de la cobranza de los mismos y cualquier suma existente en la Cuenta Fiduciaria, según lo establecido en el contrato del fideicomiso

Con fecha 29 de marzo de 2010 las partes han resuelto de común acuerdo rescindir el contrato del fideicomiso



#### **9.9 – Fideicomiso Financiero Pronto! 1**

Con fecha 26 de marzo de 2009 se celebró un contrato de Fideicomiso con KEDAL S.A. En el mismo se constituye un Fideicomiso denominado "Fideicomiso Financiero Pronto! 1", 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.

Al 31 de diciembre de 2009 el monto remanente de los títulos asciende a \$ 113 208 476 pesos ajustados.

Con fecha 09 de diciembre de 2010 se cancelaron la totalidad de los Certificados de Participación emitidas por el Fideicomitente.

#### **9.10 – Fideicomiso Financiero NZFSU I**

Con fecha 11 de junio de 2009 se celebró un contrato de Fideicomiso con GIMLEY S.A. y LEMBAY S.A. En el mismo se constituye un Fideicomiso denominado "Fideicomiso Financiero NZFSU I", en virtud del cual GIMLEY S.A. y LEMBAY S.A. ("Fideicomitente") transfiere al patrimonio del Fideicomiso créditos resultantes de la venta de leche fluida de aquellos establecimientos lecheros que ya integran o que integrarán una vez constituidos y puestos en funcionamiento.

Las Fideicomitentes son junto con Gabefox S.A., Dunkit S.A., Ginok S.A. todas filiales (100% de propiedad) de New Zealand Farming Systems Uruguay Ltd ("NZFSU") sociedad de responsabilidad limitada de Nueva Zelanda.

Con el objetivo de continuar el desarrollo y de completar su Proyecto comercial en la República Oriental del Uruguay NZFSU a través de sus filiales uruguayas ha decidido recurrir al financiamiento público a largo plazo, a cuyos efectos ha dispuesto ceder a uno o más fideicomisos financieros. El objetivo se logra mediante la emisión de los Títulos de Deuda por oferta pública por parte del Fiduciario garantizado con un fideicomiso de garantía sobre inmuebles.

Con fecha 25 de junio de 2009 el BCU a través de la Intendencia de Regulación Financiera resolvió la inscripción de los títulos de deuda a emitirse por el Fideicomiso.

El monto remanente de los títulos de deuda al 31 de marzo de 2011 asciende a U\$S 30 000 000 (U\$S 30 000 000 al 31 de diciembre de 2010).

#### **9.11 – Fideicomiso de Garantía PLUNA 2**

Con fecha 14 de abril de 2010 se celebró un contrato de fideicomiso de garantía con PLUNA LINEAS AEREAS URUGUAYAS S.A. (Fideicomitente).

Los beneficiarios del presente fideicomiso son Rospide Sociedad de Bolsa S.A. y Ren-Max Sociedad de Bolsa S.A. de acuerdo a lo establecido en el Contrato de Crédito efectuando entre PLUNA y estas sociedades el 14 de abril 2010.

El propósito del fideicomiso es garantizar el fiel cumplimiento y pago puntual de los importes que por capital e intereses de acuerdo a lo establecido por el contrato de Crédito.

cd



El fideicomiso se integra por los créditos cedidos según lo establecido en el contrato del fideicomiso

#### **9.12- Fideicomiso Financiero Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo II.**

Mediante contrato celebrado el 06 de julio de 2010, modificado el 20 de septiembre del mismo año, se constituyó el FIDEICOMISO FINANCIERO FONDO DE FINANCIAMIENTO DEL TRANSPORTE COLECTIVO URBANO DE MONTEVIDEO 2

A través del citado contrato la Intendencia Municipal de Montevideo, en su calidad de administradora del Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo, cede y transfiere a EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A. (EFAM), en su calidad de Fiduciario del Fideicomiso, la totalidad de los flujos de fondos a percibir por el Fondo a partir de la fecha del citado contrato por concepto de Créditos. Dichos Créditos corresponden a la contribución del 5 % de la recaudación bruta total de las empresas de Transporte (RAINCOOP; CUTCSA; COETC; UCOT Y COME) proveniente de la venta de boletos por los servicios de transporte colectivo urbano de pasajeros. El activo del fideicomiso estará constituido por los derechos cedidos sobre estos Créditos.

En garantía del cumplimiento de las obligaciones derivadas del Contrato de Fideicomiso, se afectan los subsidios que las Empresas de Transporte tienen derecho a recibir de la Intendencia Municipal de Montevideo.

Con fecha 14 de Octubre de 2010; EFAM emitió por cuenta del Fideicomiso, títulos escriturales representativos de deuda por un valor nominal de UI 400 000 000 (Unidades indexadas cuatrocientos millones) para ser colocados en el mercado.

Dichos títulos devengarán un interés sobre saldos del 5,50 % lineal anual, en unidades indexadas pagaderos mensualmente

Para el cálculo de los intereses se considerará un año de 360 días y los días efectivamente transcurridos entre cada período de amortización y pago

El fideicomiso se extinguirá cuando haya cancelado totalmente las obligaciones asumidas por la emisión de títulos de deuda realizada con un plazo máximo de 10 años

El monto remanente de los títulos de deuda al 31 de marzo de 2011 asciende a U\$S 5 966 000 y UI 343 320 000 (U\$S 5 966 000 y UI 343 320 000 al 31 de diciembre de 2010)

#### **9.13 - 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

#### **9.14 - Fideicomiso de Administración PJD 1**

Con fecha 22 de noviembre de 2009 se firmó el contrato de Fideicomiso de Administración PJD1

Los mencionados fideicomisos tienen por finalidad encomendar al Fiduciario la administración de los bienes fideicomitidos que existe entre las partes involucradas hasta su total cancelación

#### **9.15 - 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.

Los mencionados fideicomisos tienen por finalidad encomendar al Fiduciario la administración de los bienes fideicomitidos que existe entre las partes involucradas hasta su total cancelación

#### **NOTA 10 – RIESGOS FINANCIEROS**

Las actividades de la Sociedad están alcanzadas por los riesgos financieros inherentes a su actividad. Los riesgos financieros a los que se encuentra expuesta la sociedad son: riesgo de crédito, riesgo de liquidez y riesgo de mercado que incluyen los riesgos de las variaciones del tipo de cambio, riesgo de precios y los cambios en la tasa de interés.

La administración del riesgo es ejecutada por la Gerencia bajo políticas aprobadas por el Directorio. El Directorio es quien establece y supervisa las políticas de la sociedad.

##### **10.1 - Riesgo de Crédito**

Es el riesgo de que los clientes o la contraparte de un instrumento financiero no cumplan con sus obligaciones de pagos causando una pérdida financiera a la sociedad

Para los clientes que requieran créditos y no son sociedades vinculadas, la gerencia realiza análisis específicos. Las cuentas a cobrar son monitoreadas por la gerencia en función de las políticas crediticias establecidas

##### **10.2 - Riesgo de Liquidez**

Es el riesgo de que la Sociedad encuentre dificultades en cumplir sus obligaciones asociadas con pasivos financieros. La Gerencia maneja el riesgo de liquidez mediante el mantenimiento de niveles adecuados de disponibilidades que le permitan cumplir con los vencimientos de sus pasivos.

Se realiza un presupuesto de caja en forma anual el cual es revisado periódicamente, en el que se analiza las necesidades de fondos para cumplir con los vencimientos de los pasivos y en base al cual se toma las decisiones de las inversiones a realizar

En caso de tener necesidades de fondos para cubrir temporalmente desfasajes en su flujo de efectivo, la sociedad recurre a fuentes de financiamiento a través de sus accionistas o empresas vinculadas.

### 10.3 - Riesgo de Mercado

Es el riesgo de que variaciones en los precios de mercado (tipo de cambio, tasa de interés) afecten los resultados de la Sociedad

#### i) Riesgo de tipo de cambio

La Sociedad incurre en el riesgo de tipo de cambio en su inversión en Bonos del Tesoro Uruguayo, en parte de su facturación y en compras a proveedor de servicios profesionales (Nota 3)

La Gerencia monitorea este riesgo de forma de mantener la exposición al mismo en niveles aceptables. A su vez fija las tarifas a sus clientes en base a un análisis que considera las variaciones en el tipo de cambio, determinando los ajustes de precios que sean necesarios sin perder la competitividad de los mismos en el mercado

#### ii) Riesgo de tasa Interés

Los pasivos financieros que tiene la sociedad son sin intereses por lo que no existe riesgo de tasa de interés

#### Valor Razonable

Los valores contables de activos y pasivos financieros no difieren significativamente de sus valores razonables

#### NOTA 11 – HECHOS POSTERIORES

A la fecha de presentación de los presentes estados contables no existen hechos que puedan afectar la situación existente al 31 de marzo de 2011 en forma significativa

  
Sandra González  
Vice Presidente

  
Bruno Gili  
Síndico

