FIDEICOMISO FINANCIERO FORESTAL BOSQUES DEL URUGUAY 4

PROSPECTO INFORMATIVO

EMISIÓN DE CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN ESCRITURALES POR HASTA US$ 330.000.000

Fiduciario, Entidad Registrante y Agente de Pago

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

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

Administrador y organizador

AF

Agroempresa Forestal S.A.

Entidad Representante

BOLSA ELECTRONICA DE VALORES DEL URUGUAY S.A.

Calificadora de Riesgo

CARE Calificadora de Riesgo S.R.L.

Fideicomitentes

Suscriptores iniciales de los Valores

Beneficiarios

Titulares de los Valores

Asesor Legal

FERRERE

ABRIL 2019

ÍNDICE

1. AVISO IMPORTANTE 3
2. SUMARIO DE TÉRMINOS Y CONDICIONES 6
3. OBJETIVO Y CARACTERÍSTICAS DE LA INVERSIÓN 26
4 EL MERCADO FORESTAL 38
5 PLAN DE NEGOCIO DEL PROYECTO 62
6 AUTORIZACIONES PREVIAS 82
7 ANÁLISIS ECONÓMICO FINANCIERO 84
8. EVALUACIÓN DE LOS PRINCIPALES RIESGOS DE LA OPERACIÓN 93
9. INFORMACIÓN DEL FIDUCIARIO 96
10. INFORMACIÓN DEL ADMINISTRADOR 100
11. ANEXOS 105
ANEXO 1: CONTRATO DE FIDEICOMISO FINANCIERO 106
ANEXO 2: DOCUMENTO DE EMISIÓN 199
ANEXO 3: CONTRATO DE ADMINISTRACION 205
ANEXO 4: CONTRATO DE ENTIDAD REPRESENTANTE 222
ANEXO 5: INFORME DE CALIFICACION DE RIESGO 233
ANEXO 6: CODIGO DE ETICA DEL FIDUCIARIO 277
ANEXO 7: POLITICA DE GOBIERNO CORPORATIVO DEL FIDUCIARIO 288
ANEXO 8: ULTIMOS ESTADOS CONTABLES DEL FIDUCIARIO 296
ANEXO 9: ACTA DE DIRECTORIO DEL FIDUCIARIO 338

1. AVISO IMPORTANTE

VALOR INSCRIPTO EN EL REGISTRO DEL MERCADO DE VALORES DEL BANCO CENTRAL DEL URUGUAY POR RESOLUCIÓN N.º RR – SSF- 2019 – 183 DE FECHA 18 DE MARZO DE 2019.

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 ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A., EN SU CALIDAD DE FIDUCIARIO, DECLARA Y GARANTIZA QUE LOS ACTIVOS INCLUIDOS EN EL FIDEICOMISO FINANCIERO FORESTAL BOSQUES DEL URUGUAY 4 SON CIERTOS Y LEGÍTIMOS Y FACULTAN A LOS TITULARES DE LOS VALORES QUE SE EMITIRÁN A EJERCER TODOS LOS DERECHOS RESULTANTES DE LOS TÉRMINOS Y CONDICIONES QUE SE DESCRIBEN EN EL PRESENTE PROSPECTO.

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

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

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

EL DIRECTORIO DE EF ASSET MANAGEMENT ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A. MANIFIESTA, CON CARÁCTER DE DECLARACIÓN JURADA, QUE EL PRESENTE PROSPECTO CONTIENE, A LA FECHA DE SU PUBLICACIÓN, INFORMACIÓN VERAZ Y SUFICIENTE SOBRE LAS CARACTERÍSTICAS DEL FIDEICOMISO FINANCIERO FORESTAL BOSQUES DEL URUGUAY 4, 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 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 LA BOLSA DE VALORES DE MONTEVIDEO NO REPRESENTA UNA RECOMENDACIÓN DE ÉSTA PARA LA ADQUISICIÓN DE LOS MISMOS, NI UNA PREDICCIÓN DE SU PUNTUAL CUMPLIMIENTO. BOLSA DE VALORES DE MONTEVIDEO 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.

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

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

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

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

LA FECHA DE ELABORACIÓN DE ESTE PROSPECTO ES ABRIL 2019

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



2. SUMARIO DE TÉRMINOS Y CONDICIONES

Denominación:	Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay 4
Fiduciario:	EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.
Fideicomitentes:	Suscriptores iniciales de los Valores
Beneficiarios:	Titulares de los Valores
Administrador:	Agroempresa Forestal S.A.
Entidad Registrante	EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.
Entidad Representante	Bolsa Electrónica de Valores S.A.
Organizador:	Agroempresa Forestal S.A.
Agente de Pago:	EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.
Títulos a emitirse:	Certificados de Participación escriturales.
Activos del Fideicomiso:	El Fideicomiso invertirá en la compra y/o arrendamiento de Inmuebles rurales para desarrollar una explotación forestal. Actualmente se está completando la evaluación para la adquisición de un activo forestal compuesto por 60,094 hectáreas, 55,478 hectáreas en propiedad y los derechos de explotación forestal y los bosques implantados en 4,616 hectáreas arrendadas. La ubicación del proyecto es en la zona centro-este del país: Cerro Largo, Treinta y Tres, Tacuarembó, Rivera y Durazno.
Moneda:	Dólar fondo.
Importe de la Emisión:	Hasta US$ 330.000.000
Distribuciones:	Toda vez que existan Fondos Netos Distribuibles luego de cada Cierre de Ejercicio, o al procederse a la venta de Activos del Fideicomiso o por la distribución final de Fondos Netos Remanentes. **En la primera etapa del Fideicomiso (año 0 a 2), si bien, habrá disponibilidades al cierre de cada balance, estos serán destinados al financiamiento del emprendimiento. Por lo tanto, en esta etapa no necesariamente habrá fondos a distribuir porque las disponibilidades deberán cubrir futuros gastos e inversiones.**
Fondos Netos Distribuibles:	Son los fondos efectivamente percibidos por el Fideicomiso originados en rentas por la explotación del negocio, que surgen

de deducir de las disponibilidades al cierre de ejercicio de cada año, las previsiones de gastos e inversiones a realizar en los próximos ejercicios económicos que sean determinadas de acuerdo al informe elaborado por el Administrador a tales efectos. El importe resultante, no podrá superar los resultados contables acumulados del Fideicomiso a dicho Cierre de Ejercicio.

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

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

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

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

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

(c) Depósitos en entidades de intermediación financiera locales calificadas como categoría 1 por el BCU.

Precio: 100%

Valor nominal de cada Certificado de Participación: US$ 1

Fecha de Emisión: Son las fechas en que se emiten los Certificados de Participación contra la recepción de los fondos integrados y siempre una vez registrada la oferta en el Banco Central del Uruguay.

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

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 eventuales 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
Inscripción:	Banco Central del Uruguay
Cotización:	BEVSA y Bolsa de Valores de Montevideo
Ley Aplicable:	Ley de la República Oriental del Uruguay
Suscripción:	La suscripción de los Certificados de Participación se efectuará de acuerdo al sistema de licitación electrónica de BEVSA y en dos etapas según se describe a continuación:

Primera Etapa:

La suscripción de Certificados de Participación se realizará en dos tramos:

Tramo Minorista: La suscripción del Tramo Minorista se realizará en BEVSA y la Bolsa de Valores de Montevideo entre las 10 y 13 horas, del día 10 de abril de 2019. El monto mínimo de suscripción por inversor será de USD 1.000 y el monto máximo será el equivalente en dólares norteamericanos a UI 500.000 (quinientas mil Unidades Indexadas, según el valor de la UI del día anterior). No podrán participar en el Tramo Minorista los Inversores Institucionales conforme a la definición asignada en el Tramo Mayorista (los "Inversores Institucionales").

Tramo Mayorista: La suscripción del Tramo Mayorista se realizará en BEVSA entre las 10 y 13 horas, del día 10 de abril de 2019 al mismo tiempo que el Tramo Minorista. El monto mínimo de suscripción por inversor será de USD 1.000 y el monto máximo no podrá superar los USD 328.020.000. Solamente podrán participar en este tramo los Inversores Institucionales. Se entiende por Inversores Institucionales a las Administradoras de Fondos de Ahorro Previsional, Empresas de Seguros, Cajas Paraestatales, Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión, Instituciones de Intermediación Financiera e Intermediarios de Valores actuando a nombre propio y al administrador del fideicomiso de la seguridad social.

Segunda Etapa:

Será entre las 10 y 13 horas del día 10 de abril de 2019, y Agroempresa Forestal S.A. como sponsor del proyecto suscribirá Certificados de Participación por el 0,6% del Importe de la Emisión. Se deja expresa constancia que Agroempresa Forestal S.A. suscribirá en forma pública la totalidad de los Certificados de Participación que se ofrezcan en la Segunda Etapa de suscripción según lo descripto precedentemente. A tales efectos, Agroempresa Forestal S.A. se compromete conforme a lo previsto en el Contrato de Fideicomiso a suscribir en firme tales valores, a través de un agente habilitado a presentar ofertas de suscripción en BEVSA. Dicho compromiso estará sometido a la condición suspensiva que se obtenga el registro de los Certificados de Participación en el Registro del Mercado de Valores del Banco Central del Uruguay.

Obligación de participación del Administrador:

Asimismo, Agroempresa Forestal S.A. se obliga a adquirir en cada año en el mercado secundario, los Certificados de Participación que sean ofrecidos por los Titulares de acuerdo al procedimiento que se establece a continuación, por un monto equivalente al 0,6% de los montos adjudicados respecto de ambas etapas de suscripción hasta completar una participación equivalente al 3% de los Certificados de Participación emitidos, al quinto año de la Fecha de Emisión.

Cada año, dentro de los primeros 30 Días Hábiles a contar desde que se cumpla un nuevo año de la Fecha de Emisión (en adelante el "Período de Ofertas"), los Titulares de los Certificados de Participación tendrán el derecho de vender a Agroempresa Forestal S.A. y este último la obligación de adquirir, un monto anual de Certificados de participación equivalente al 0,6% de los montos adjudicados correspondientes a ambas etapas de suscripción, a un precio equivalente al mayor de las siguientes opciones: el precio señalado por el vector de precios del Banco Central del Uruguay para dichos Certificados de Participación o al valor nominal (en adelante la "Opción"). Agroempresa Forestal S.A. se obliga a adquirir Certificados de Participación anualmente solamente hasta alcanzar una participación equivalente al 3% de los Certificados de Participación emitidos. Sin perjuicio de lo anterior, en cualquiera de los años Agroempresa Forestal S.A. podrá a su solo juicio y respetando el procedimiento aquí detallado, adquirir Certificados de Participación por un monto anual superior al previsto de forma tal de alcanzar la participación equivalente al 3% de los Certificados de Participación emitidos, antes del quinto año de la Fecha de Emisión.

Para poder ejercer la Opción, en cada año los Titulares de Certificados de Participación deberán notificar en forma escrita a Agroempresa Forestal S.A. y al Fiduciario, dentro del Período de Ofertas sobre su voluntad de ejercer la Opción indicando el monto ofrecido. Dentro de los 5 días hábiles posteriores a la

finalización del Período de Ofertas, el Fiduciario informará a los Titulares oferentes, que así lo soliciten, sobre el monto total de Certificados de Participación ofrecidos. Si el monto de las Opciones ejercidas dentro del Período de Ofertas, superase en su conjunto el 0,6% de los montos adjudicados correspondientes a ambas etapas de suscripción, Agroempresa Forestal S.A. aceptará dichas ofertas a prorrata de la cantidad de Certificados de Participación que tenga cada Titular, redondeando al número entero más cercano.

Agroempresa Forestal S.A. deberá completar la adquisición de dichos Certificados de Participación dentro de los 10 Días Hábiles siguientes a contar desde la finalización del Período de Ofertas. Agroempresa Forestal S.A. garantiza el derecho de Opción cediendo en garantía en favor de los Titulares de Certificados de Participación, todos los montos que le pudiesen corresponder por concepto de retribución conforme al Contrato de Fideicomiso y el Contrato de Administración. Con ese fin y para el caso de no completar la adquisición de los Certificados de Participación en el plazo mencionado, instruye al Fiduciario para que aplique los montos cedidos, al pago de los Certificados de Participación respecto de los cuales se ejerció la Opción y también instruye a la Entidad Registrante para que actuando por su cuenta y orden, anote dichos Certificados de Participación bajo su nombre una vez que el precio de los mismos sea pago con los montos derivados de la cesión en garantía.

Dicha participación en el Fideicomiso deberá ser mantenida por Agroempresa Forestal S.A. durante toda la vida del Fideicomiso, siempre que continúe con su función como Administrador del Fideicomiso. El incumplimiento de las obligaciones de Agroempresa Forestal S.A. detalladas en la cláusula 19 del Contrato de Fideicomiso serán causal de remoción con justa causa de Agroempresa Forestal S.A. conforme a la cláusula 13.1 del Contrato de Fideicomiso, sin que esto implique ningún costo o responsabilidad para los Titulares.

Adjudicación:

Luego del Cierre del Período de Suscripción y una vez realizada la difusión de las ofertas de compra en el sistema de BEVSA, se adjudicarán, en primer término, los Certificados de Participación a los oferentes que hayan presentado ofertas en el Tramo Minorista. Si el monto suscripto excede el 10% del monto total de la Emisión, se prorratearán las ofertas presentadas en el Tramo Minorista para alcanzar este monto.

Una vez realizada la adjudicación del Tramo Minorista, se adjudicarán los Certificados de Participación a los oferentes que hayan presentado sus ofertas en el Tramo Mayorista. Para el caso de que se haya suscripto enteramente el Importe de la Emisión, el monto posible a adjudicar en el Tramo Mayorista será el Importe de la Emisión deduciendo (i) el monto de Certificados de Participación adjudicados en el Tramo Minorista y (ii) un monto de Certificados de Participación de 0,6% del

Importe de la Emisión que corresponde a la Segunda Etapa de suscripción. En caso de recibirse exceso de demanda en las ofertas recibidas en el Tramo Mayorista, los Valores se adjudicarán a prorrata de las solicitudes.

Si no se hubiese suscripto enteramente el Importe de la Emisión, el monto posible a adjudicar en el Tramo Mayorista será el Importe de la Emisión deduciendo: (i) el monto de Certificados de Participación adjudicados en el Tramo Minorista y (ii) el monto de Certificados de Participación adjudicados en la Segunda Etapa conforme a lo que se detalla a continuación.

Por último, se adjudicarán los Certificados de Participación suscritos en la Segunda Etapa por Agroempresa Forestal S.A.(i) en caso de que se suscriba la totalidad del Importe de la Emisión la adjudicación se realizará por un monto del 0,6% del Importe de la Emisión, o (ii) para el caso de que no se suscriba la totalidad del Importe de la Emisión la adjudicación se realizará por un monto de Certificados de Participación de 0,6% calculado sobre los montos de Certificados de Participación efectivamente suscriptos en ambas etapas de suscripción. El monto máximo de Certificados de Participación a adjudicar en la Segunda Etapa será USD 1.980.000.

Los Certificados de Participación se adjudicarán mediante el sistema de colocación por cantidad a un precio único que se desarrollará en forma electrónica a través de BEVSA, sujeto a que al cierre del período de suscripción, se obtengan suscripciones por un valor nominal total mínimo de USD 240.000.000. En caso de recibirse ofertas de suscripción que no alcancen ese monto total mínimo, el Fiduciario deberá dejar sin efecto la emisión. En dicho caso, se resolverá el Fideicomiso, sin responsabilidad para quienes hubieren suscrito Valores o a quienes dichos Valores se les hubieran sido ofrecidos.

Integración:

La integración de los Certificados de Participación se realizará en forma diferida en la Cuenta del Fideicomiso, de acuerdo al procedimiento que se describe a continuación (las "Fechas de Integración"):

(i) La primer integración por un monto total equivalente al 12% del monto adjudicado, deberá realizarse el Día Hábil siguiente a la fecha de Cierre del Período de Suscripción hasta las 16 horas.

(ii) La segunda integración por un monto total equivalente al 86% del monto adjudicado, deberá realizarse dentro de los 120 Días Hábiles siguientes al Cierre del Período de Suscripción hasta las 16 horas y una vez obtenida la autorización para la compra de campos de acuerdo a la ley 18.092 o posteriormente en la fecha que resuelva la Mayoría Especial de Titulares. El Fiduciario realizará la solicitud de integración con por lo menos 5 Días Calendario de anticipación a la Fecha de Integración. Lo anterior no

afectará la facultad de los Titulares de resolver la extinción del Fideicomiso en caso de no obtenerse 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.

(iii) La última integración por un monto total equivalente al 2% del monto adjudicado se realizará dentro del plazo de 5 años de realizada la suscripción. El Fiduciario realizará la solicitud de integración con por lo menos 60 Días Calendario de anticipación a la Fecha de Integración, y necesariamente reiterará la solicitud a modo de recordatorio (sin que implique una nueva solicitud de integración) con 2 Días Hábiles de anticipación a la mencionada Fecha de Integración.

Mora en la Integración:

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

La mora en la integración de los Certificados de Participación en cualquier Fecha de Integración se producirá de forma automática, vencido el plazo establecido para realizar la integración, y generará la aplicación interés moratorio a una tasa del 10.00% efectiva anual desde el incumplimiento hasta la fecha que efectivamente se integren los fondos correspondientes, más una multa por el incumplimiento aplicable a partir del quinto Día Hábil de generado el incumplimiento, equivalente al 10% del monto no integrado. No se emitirán Certificados de Participación por los montos no integrados.

Si en cualquier Fecha de Integración un Titular no realiza la integración a la cual está obligado, el Fiduciario podrá iniciar acciones judiciales contra el Titular para el cobro de los montos adeudados más la multa, intereses moratorios que correspondan hasta la fecha de cobro y las costas y costos que dichas medidas generen los cuales también serán de cargo del Titular. Recibidos los importes correspondientes a dicha integración no efectuada en la Fecha de Integración, el Fiduciario procederá a emitir los Certificados de Participación que correspondan al momento de dicha recepción y recibirán el mismo trato que los restantes Certificados de Participación según lo previsto en el presente Prospecto y contratos incluidos en este.

En caso de mora en la integración por parte Agroempresa Forestal S.A el Fiduciario en su calidad de tal queda desde ya autorizado a retener y compensar los montos adeudados al Fideicomiso, con las sumas que Agroempresa Forestal S.A tuviera derecho a cobrar del mismo por cualquier concepto, hasta el monto concurrente de la integración en mora, más los intereses moratorios devengados hasta la fecha de cobro respectiva, procediendo el Fiduciario a emitir exclusivamente a

favor de Agroempresa Forestal S.A., Certificados de Participación al valor nominal de los mismos, por el importe efectivamente cobrando por concepto de integración, sin considerar los intereses de mora los cuales quedarán en el Patrimonio Fiduciario.

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

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

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

Comisiones y Gastos:

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

En compensación por los servicios que el Fiduciario se obliga a prestar por la administración del Fideicomiso, el Fiduciario percibirá una remuneración mensual de US$ 10.500 (Dólares estadounidenses diez mil quinientos) y UI 93.000 (Unidades indexadas noventa y tres mil) por mes.

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

(a) durante los primeros 5 años del proyecto la cantidad fija anual de US$ 3.795.000 (tres millones setecientos noventa y cinco mil) ajustada según paramétrica de conformidad con lo establecido en el Contrato de Administración; mientras que desde el año 6 del proyecto en adelante la remuneración será U$S 2.970.000 (dos millones novecientos setenta mil) ajustada según paramétrica de conformidad con lo establecido a en el Contrato de Administración estableciéndose que dicho monto, luego de ser ajustado por la paramétrica no podrá ser mayor al

1,5% del valor del patrimonio contable del Fideicomiso según los últimos estados contables presentados en el Banco Central del Uruguay.

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

Remoción del Administrador sin justa causa:

En el caso en que se remueva al Administrador sin expresión de causa por Mayoría Especial de Titulares, el Fiduciario deberá (cualquiera fuera el momento en que la remoción se comunique), abonar al Administrador una indemnización equivalente al performance fee proyectado por el Fiduciario al momento de la remoción, con un mínimo de US$ 8.500.000 (Dólares ocho millones y medio). Si la remoción ocurriera durante los 3 (tres) primeros años del Fideicomiso, el monto calculado o el mínimo en caso de aplicar se reducirá en 50% (cincuenta por ciento).

Modificaciones:

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

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

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

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

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

(e) Aprobar la venta anticipada, de parte o el total de los Activos, a propuesta del Administrador o a propuesta de la Mayoría Especial de Titulares, en éste último caso siempre que dicha venta implique que la Tasa de Retorno (TIR) del proyecto sea superior al 8.5%.

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

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

(h) La sustitución de la Entidad Representante.

Asambleas de Titulares: 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.

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

En cuanto a su constitución y funcionamiento para adoptar resoluciones, se aplicarán las disposiciones sobre asambleas de accionistas establecidas en la Ley 16.060 en lo pertinente, y en todo lo que no se oponga a lo dispuesto en el Contrato de Fideicomiso ni a las disposiciones de orden público contenidas en la ley.

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

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

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

NÓMINA DE TITULARES: LA ENTIDAD REGISTRANTE QUEDA EXPRESAMENTE AUTORIZADA A PROPORCIONAR A LA ENTIDAD REPRESENTANTE, UNA NÓMINA DE LOS NOMBRES Y DOMICILIOS REGISTRADOS DE LOS TITULARES Y DEMÁS DATOS QUE SURJAN DEL REGISTRO, A EFECTOS QUE

PUEDA CUMPLIR LAS FUNCIONES QUE LE CORRESPONDE BAJO LOS DOCUMENTOS DE LA EMISIÓN. LOS TITULARES RECONOCEN Y ACEPTAN EXPRESAMENTE QUE LA ENTIDAD REGISTRANTE ESTARÁ AUTORIZADA A OTORGAR DICHA INFORMACIÓN CON EL ALCANCE ESTABLECIDO EN ESTE PÁRRAFO, RELEVÁNDOLA DEL DEBER DE GUARDAR SECRETO PROFESIONAL Y BANCARIO.

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

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

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

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

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

(a) cuando se liquiden todos los Activos del Fideicomiso y se cancelen todas las obligaciones derivadas del Contrato de Fideicomiso ;

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

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

(d) previa resolución de una Mayoría Especial de Titulares, en caso que: (i) no se obtenga la autorización para la compra de campos de acuerdo a la ley 18.092 en el plazo de un año de presentada la solicitud correspondiente; o (ii) no se obtenga autorización para plantar de parte del MGAP y de DINAMA en el plazo de tres años de realizada la Emisión; o (iii) no se concretara dentro del plazo de un año y seis meses a contar desde la Emisión la compra del activo forestal compuesto por 60,094 hectáreas, 55,478 hectáreas en propiedad y los derechos de explotación forestal y los bosques implantados en 4,616 hectáreas arrendadas. La ubicación del proyecto es en la zona centro-este del país: Cerro Largo, Treinta y Tres,

Tacuarembó, Rivera y Durazno; y

(e) el transcurso del plazo máximo legal.

RESUMEN DE LOS CONTRATOS DE LA EMISIÓN:

CONTRATO DE FIDEICOMISO

Por el Contrato de Fideicomiso se constituyó el Fideicomiso denominado ***"FIDEICOMISO FINANCIERO FORESTAL BOSQUES DEL URUGUAY 4"***, que se integrará con los importes a ser pagados por los Fideicomitentes en su carácter de suscriptores iniciales de los Valores, en las condiciones que se establecen en este Contrato y para ser destinados al cumplimiento de los fines del mismo.

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

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

El Fiduciario designa al Administrador, por medio del Contrato de Administración que se suscribe simultáneamente con el Contrato de Fideicomiso, para cumplir la tarea de administrar los Bienes 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 el Contrato de Fideicomiso y el Contrato de Administración y cumpla las funciones establecidas en el mismo.

De acuerdo a los fines del Fideicomiso, el Fiduciario emitirá Valores de acuerdo a los términos y condiciones que se indican a continuación y por un monto total que será de hasta US$ 330.000.000 (Dólares trescientos treinta millones).

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

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

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

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

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

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

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

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

CONTRATO DE ADMINISTRACIÓN

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

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

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

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

(a) Ejecutar sus tareas de acuerdo al Plan de Negocios.

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

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

- Precio de compra de Tierra: no sea mayor en 10% del estimado para el proyecto.
- Suelo Forestal: más del 60% del campo.

- Área que puede ser plantada: más del 50% del campo.
- Tasa de retorno esperada: mayor a 7% (escenario precios constantes)

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

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

(c) Gestionar, coordinar y controlar las actividades con las empresas tercerizadas, siendo de cargo del Fideicomiso los costos por la contratación de éstas. De conformidad con la cláusula 34 del Contrato de Fideicomiso.

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

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

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

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

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

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

(j) Negociar y acordar los contratos de seguros de los bosques.

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

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

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

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

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

(p) Solicitar que se realicen pagos a cualquier acreedor del Fideicomiso, de acuerdo a lo que se establece en el Contrato de Fideicomiso.

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

(r) Confeccionar el presupuesto anual del Fideicomiso de acuerdo al Plan de Negocios (el "Presupuesto"), el cual deberá ser puesto a disposición del Fiduciario, el Comité de Vigilancia y de los Titulares antes de los 15 Días Hábiles del comienzo de cada Ejercicio Anual de que se trate, a los efectos de que estos evalúen y/o eventualmente observen el mismo. El Presupuesto deberá estimar los costos, gastos y demás pagos que deba realizar el Administrador en virtud de la administración de los Bienes 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 el Fiduciario o los Titulares estimen relevante.

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

(t) Elaborar reportes trimestrales al Comité de Vigilancia, informando sobre las compras y contratos que existan con empresas Vinculadas al Administrador. En el caso de agroquímicos se deberá detallar: los precios de los mismos, su comparación con otras opciones del mercado y el proveedor.

(u) Elaborar informes de cosecha y venta de madera para el Comité de Vigilancia, que incluya: una descripción de la operativa a realizar, descripción de estratos a cosechar, datos de inventario, potenciales compradores de la madera, justificación de la asignación de la venta comparando con otras ofertas y una recomendación final incluyendo un análisis de la rentabilidad de la operación. Una vez terminada la cosecha y comercialización de la madera, el Administrador deberá presentar al Comité de Vigilancia un informe que incluya: los resultados obtenidos en cuanto a costos, volúmenes de madera y rentabilidad real.

(v) Determinar al finalizar cada Cierre de Ejercicio los Fondos Netos Distribuibles y elevarlo para aprobación del Fiduciario de forma de que este pueda efectuar los pagos correspondientes. El informe anual de Fondos Netos Distribuibles elaborado por el Administrador a tales efectos deberá establecer los fundamentos para previsionar ejercicios futuros. Cualquier Titular podrá impugnar dicho informe dentro de los 30 (treinta) días corridos de la fecha de su recepción efectiva por entender en forma fundada que efectivamente existen Fondos Netos Distribuibles o que el monto pasible de ser distribuido podría ser mayor. En caso de no arribar a un acuerdo con el Administrador dentro del plazo de 60 días corridos a contar desde la fecha en que se presentó la impugnación ante el Fiduciario, dicha diferencia deberá ser presentada a la Asamblea de Titulares para que esta resuelva.

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

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

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

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

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

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

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

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

(b) Plantación: sobre las superficies compradas y/o arrendadas y evaluadas como plantables, se deberá haber plantado un 80% de las mismas como mínimo, cuando hayan transcurrido un plazo de 12 meses desde la entrega de los campos por parte de los vendedores. Cuando se requiera aprobación de DINAMA el plazo no correrá hasta la aprobación del organismo, siempre que el Administrador haya presentado el proyecto antes de los 6 meses de la recepción del mismo. Para los campos cosechados; se deberá haber plantado un mínimo de 80% del área plantable cuando hayan transcurrido 12 meses desde que el área está disponible (entendiéndose como superficie disponible cuando la madera ha sido apeada y apilada a borde de camino). Para ello el Administrador enviará al Comité de Vigilancia un informe trimestral de las áreas que quedan disponibles para ingreso de silvicultura.

(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 cuatro meses después de terminada la plantación. En caso de eventos climáticos extremos, como sequías (déficit de precipitaciones iguales o mayores al 45% de la media del lugar en los 2 meses siguientes a la plantación), heladas o granizadas que afecten la

plantación; el Administrador no será responsable del incumplimiento de esta meta siempre que los mismos sean comprobables.

(d) Cumplimiento del presupuesto anual: el Administrador deberá ejecutar el Plan de Negocios con un desvío no superior al 25% del presupuesto anual de gastos, inversiones, costos de producción y ventas presentado al Comité de Vigilancia para dicho año. La evaluación del desvío se hará una vez al año, antes de transcurridos 5 meses del cierre de ejercicio anterior.

a. Para este punto el Administrador presentará al Comité de Vigilancia un análisis comparativo entre lo presupuestado y lo ejecutado de acuerdo a la información provista por el Fiduciario.
b. No se considerarán factores climáticos extremos o eventos extraordinarios (como por ejemplo incendios o las ventas de campos) que impidan la ejecución normal del presupuesto o que requieran gastos adicionales.
c. En caso de presentarse situaciones que requieran un cambio al presupuesto, el Administrador deberá presentarlo al Comité de Vigilancia en el trimestre previo a su ejecución para su aprobación.
d. En caso de no existir acuerdo con el Comité de Vigilancia respecto a estos cambios, los mismos serán presentados a la Asamblea de Titulares para su resolución.

(e) Incremento Medio Anual ("IMA") de los Bosques: el Administrador deberá lograr que las plantaciones alcancen un IMA, igual o superior a 75% del IMA establecido en la curva de menor crecimiento del modelo de negocio para Eucaliptus Grandis, Dunni y Pino. A efectos de determinar dicho estándar de desempeño, se tomarán en cuenta los siguientes parámetros:

- Las mediciones del IMA se realizarán a partir del año 5 para el Eucaliptus y 7 para el Pino.
- Los datos de IMA se computarán a los efectos del cumplimiento de este estándar a partir de: a) la cosecha para E. Dunni; b) el año 10 de plantado el bosque para los Eucaliptus Grandis y c) el año 12 de plantado el bosque para Pino.
- No se tendrán en cuenta para el cálculo del IMA las superficies que:
    - Estén afectadas por enfermedades no atribuibles al manejo del Administrador.
    - Hayan sufrido incendios.
- Para determinar el IMA de cada especie se usará la información que anualmente surge de las parcelas permanentes. La cantidad de parcelas permanentes a instalar para cada estrato y los parámetros a medir serán propuestos por el administrador para aprobación del comité de vigilancia. Se entiende por estrato plantaciones dentro del mismo predio, especie y año de plantación. El tamaño mínimo de estrato para establecer parcelas permanentes será de 100 hectáreas. Las parcelas permanentes deberán ser medidas en su totalidad anualmente. En los campos o lotes donde exista cosecha durante el año que se está evaluando, se utilizarán los volúmenes que surjan de la cosecha para calcular el IMA como complemento a las parcelas permanentes. La medición de las parcelas permanentes será contratada por el Administrador y los resultados se presentarán al Comité de Vigilancia que podrá elegir una muestra para controlar las mediciones si así lo creyera conveniente.

Las curvas de crecimiento consideradas para cada especie son:

GRANDIS	M3/Ha	
Edad	Minima	Mas Probable
5	74	104
6	104	145
7	142	199
8	110	153
9	151	211
10	184	258
11	219	296
12	173	259
13	218	327
14	251	376
15	284	426
16	318	482
17	355	522
18	393	558
19	434	598
20	475	629

1er raleo grandis - edad 8	80	80
2do raleo grandis - edad 11	40	40

Cosecha final	475	629
Produccion total	595	749

DUNNII	M3/Ha	
Edad	Minima	Mas Probable
2	1	2
3	14	18
4	37	46
5	65	79
6	94	114
7	123	149
8	150	181
9	175	211
10	197	238
11	220	265
12	242	292
13	265	319
14	287	346
15	309	372

Cosecha final	197	238
Produccion total	197	238

TAEDA	M3/Ha	
Edad	Minima	Mas Probable
7	20	24
8	54	65
9	84	101
10	111	133
11	136	162
12	158	189
13	179	213
14	198	236
15	215	257
16	232	277
17	247	295
18	262	313
19	276	329
20	289	345
21	301	360
22	313	374

1er raleo taeda - edad 13	70	70

Cosecha final	289	345
Produccion total	359	415

ELLIOTTII	M3/Ha	
Edad	Minima	Mas Probable
7	16	19
8	43	52
9	68	81
10	89	106
11	109	130
12	127	151
13	143	171
14	159	189
15	173	206
16	186	221
17	198	236
18	210	250
19	221	263
20	232	276
21	242	288
22	251	299

1er raleo elliottii - edad 13	70	70

Cosecha final	232	276
Produccion total	302	346

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

A efectos de controlar los estándares de plantación y prendimiento (literales b y c anteriores), el Comité de Vigilancia designará a un técnico calificado para que lleve adelante las auditorías operativas que correspondan para verificar el cumplimiento por parte del Administrador de dichos estándares. Las auditorias operativas se deberán realizar semestralmente por los primeros 2 años de adquirido cada campo, y posteriormente en forma anual.

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

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

CONTRATO DE ENTIDAD REPRESENTANTE

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

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

La Entidad Representante podrá realizar, en nombre y representación de los Titulares, los siguientes actos: (a) solicitar información relativa al Fiduciario y/o al Fideicomiso, así como toda información que corresponda bajo las normas vigentes o que se dicten en el futuro, o se deriven de la reglamentación de las bolsas en las cuales los Valores coticen; (b) realizar aquellos actos que sean necesarios para conservar los derechos de los Titulares, inclusive las gestiones judiciales que se requieran para no perjudicar los mismos, sin perjuicio de lo que la Asamblea de Titulares, o las mayorías de Titulares que correspondan en cada caso, puedan oportunamente resolver; (c) citar a la asamblea de Titulares, en los casos que lo considere oportuno o conveniente para la defensa de los intereses de éstos o, cuando de acuerdo al presente Contrato corresponda; (d) ejecutar, en nombre de los Titulares, los actos jurídicos que disponga la Asamblea de Titulares o las mayorías de Titulares que correspondan, sin perjuicio de la facultad de la Entidad Representante de negarse a cumplir dicha resolución, (e) solicitar cualquier tipo de información a la Entidad Registrante (según este término se define en el Fideicomiso) relacionada con la presente emisión; (f) Informar a la Superintendencia de Servicios Financieros, al Fiduciario, y a los Titulares, a la mayor brevedad posible, sobre cualquier situación o evento que pudiera significar un conflicto de interés en sus actuaciones frente a los Titulares; g) Informar a los Titulares, a la mayor brevedad posible y por medios idóneos (entre los que se incluyen entre otros, el envío de información por correo electrónico denunciado por los Titulares), sobre cualquier incumplimiento por parte del Fideicomiso o del propio Fiduciario.

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

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

La Entidad Representante no es responsable por el contenido y alcance del Fideicomiso, de los Valores, ni de sus garantías, ni de los créditos cedidos al Fideicomiso. La Entidad Representante no estará obligada a cumplir ninguna instrucción, orden o resolución de los Titulares, conforme a lo dispuesto en el Contrato de Entidad Representante 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 Fiduciario y sin perjuicio de la obligación de éste de cubrirlos en su totalidad.

La Entidad Representante actuando a nombre propio y en representación de los Titulares y sin requerir permiso ni autorización de los Titulares podrá en cualquier momento acordar y otorgar con el Fiduciario 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 Fiduciario 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 en el domicilio declarado por cada Titular ante EF AFISA como entidad registrante.

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

3. OBJETIVO Y CARACTERÍSTICAS DE LA INVERSIÓN

3.1 OBJETIVO

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

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

El Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay 4 tiene como objetivo proveer a los inversores retornos razonables a largo plazo, logrados a través de la valorización del activo en plantaciones forestales, siguiendo los máximos estándares productivos, ambientales y sociales. Todas las plantaciones serán certificadas con la norma FSC O PEFC y el proyecto tiene entre sus objetivos, en la medida que la legislación vigente -nacional e internacional- al respecto lo permita, 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 las actividades a realizar; la confianza y la ética como la base del desarrollo.

La finalidad de la administración del Fideicomiso Bosques del Uruguay 4 es:

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

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

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

Conforme a lo mencionado, el desarrollo del emprendimiento forestal gestionado comienza con la adquisición de tierras y de los bosques, sigue con el manejo silvicultural activo (cuando así lo determine el destino de la madera) de los árboles y culmina con producción (cosecha) y comercialización de madera sólida sea esta con destino a la producción de pulpa de celulosa o el aserrío.

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

Las principales características del proyecto son:

- Administración a cargo de Agroempresa Forestal, una compañía líder en la prestación de servicios forestales, con más de 17 años de experiencia en el mercado local.

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

- Adquisición y/o arrendamiento de campos mayoritariamente forestados o a forestar. Se estima que con el monto de la emisión establecida será posible adquirir y/o arrendar una superficie aproximada de 60,000 hectáreas de las cuales el 60% a 65% se encuentren forestadas con alguna de las especies comerciales de mayor implantación

en el Uruguay, a saber, Eucalyptus sp. y Pino sp.

- Ubicación del proyecto es en la zona este del país: Cerro Largo, Treinta y Tres, Tacuarembó, Rivera y Durazno, por ser una zona de gran potencial para la explotación forestal.

- Al cierre del proyecto el ingreso total estimado por ventas corresponderá en un 73% a la venta de madera, un 13.9% a la venta de los bosques en pie y finalmente un 13.5% a la venta de la tierra al final del proyecto.

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

Nota:

Al momento de la presentación de este documento se está completando el due diligence de un activo forestal compuesto por 60,094 hectáreas, 55,478 hectáreas en propiedad y los derechos de explotación forestal y los bosques implantados en 4,616 hectáreas arrendadas. Las plantaciones ocupan[1] 37,662 hectáreas de las cuales 22,842 hectáreas corresponden a Eucalyptus y 14,820 hectáreas a Pino, lo cual arroja un aprovechamiento del 63%.

De este patrimonio forestal se proyecta una cosecha total de unos 18 millones de m^3 de madera de Eucalyptus para aserrío (66%) y pulpa a lo largo de los 20 años de vida del proyecto. Las áreas cosechadas serán replantadas con Eucalyptus sp orientado a la producción de madera para aserrío libre de nudos y en las zonas que productivamente no sea esta la mejor opción se plantarán especies de Eucalyptus con destino a la producción de pulpa de celulosa.

Asimismo, se estima una cosecha final (tala rasa) de unos 5 millones de m^3 de madera de Pino, de los cuales el 75% corresponderá a madera para aserrío. La cosecha final del Pino tendrá lugar sobre el estadio medio de vida del proyecto. A medida que se registren las cosechas se establecerá una plantación eficiente y de alta calidad de las especies Eucalyptus Grandis (60% aproximadamente) y Eucalyptus Dunnii (40% aproximadamente). Con la plantación de las dos especies se busca: a) diversificación biológica, especies con diferentes curvas de crecimiento y por tanto distinta susceptibilidad a enfermedades, pestes, etc. y b) diversificación comercial, la venta de madera y el margen está dividido casi en iguales proporciones en los dos destinos de la madera, i.e. aserrío y celulosa.

Uso de la tierra (hectáreas)	En propiedad	Arrendada	**Total**
Total	55,478.4	4,616	**60,094**
Plantado	34,472.1	3,796	**38,268**
Otros usos (*)	21,006.3	820	**21,826**

(*) Pastoreo, camineria, infraestructura, etc

3.2 OPORTUNIDADES Y FORTALEZAS DEL PROYECTO

3.2.1 Oportunidades del mercado forestal

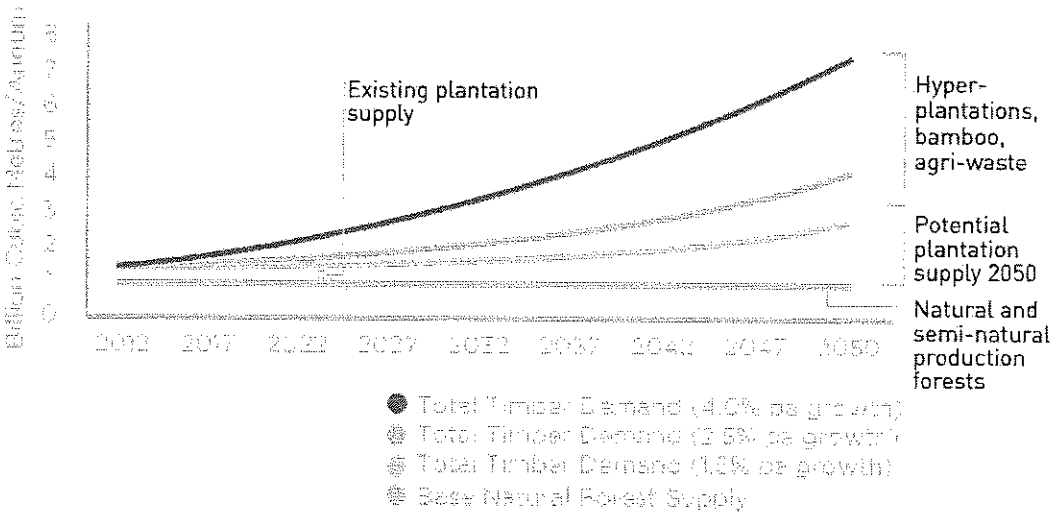
El mercado mundial de productos forestales mantiene un desfasaje entre una demanda muy

[1] La superficie forestada está sujeta a variaciones propias de la dinámica de la explotación forestal, i.e. las cosechas y plantaciones

activa y creciente y una oferta con posibilidades limitadas de reaccionar rápidamente. Esta brecha continuara aumentando en el largo plazo por factores estructurales, demográficos, ambientales y ciclos de producción, que no están ligados a los ciclos económicos.

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

La gráfica abajo muestra la demanda de madera rolliza (incluidos los productos de madera, pulpa y papel y energía industrial, pero sin incluir la leña) para tres escenarios futuros basados en incrementos anuales en la demanda de 1.5%, 2.5% y 4%. La base del 1.5% anual de crecimiento en la demanda representa el estado basal y está alineado con las expectativas de varios organismos internacionales. El escenario intermedio representa un aumento modesto en el uso de madera y fibra, especialmente para la energía, al 2.5% y, en el escenario más alto del 4% anual, una transición importante hacia una bioeconomía según lo pronosticado por World Wildlife Foundation en su Living Forest Report. El lado de la oferta se basa en el suministro de madera existente a los niveles de producción actuales provenientes de bosques naturales y seminaturales, de alrededor de 1 billón de m3 por año junto con unos 500-700 millones de m3 de las plantaciones.



Source: WWF Living Planet Report 2014 and New Forests estimates.

El supuesto clave para aumentar el suministro de madera es que todo el suministro incremental provendrá de plantaciones forestales. Dicho supuesto se basa en la creciente presión internacional por el cuidado de los bosques nativos y la protección de especies nativas. Esto no implica el fin de la producción de madera rolliza a partir de bosques nativo sino que se mantiene incambiado el aporte de los bosques nativos a la oferta de madera rolliza.

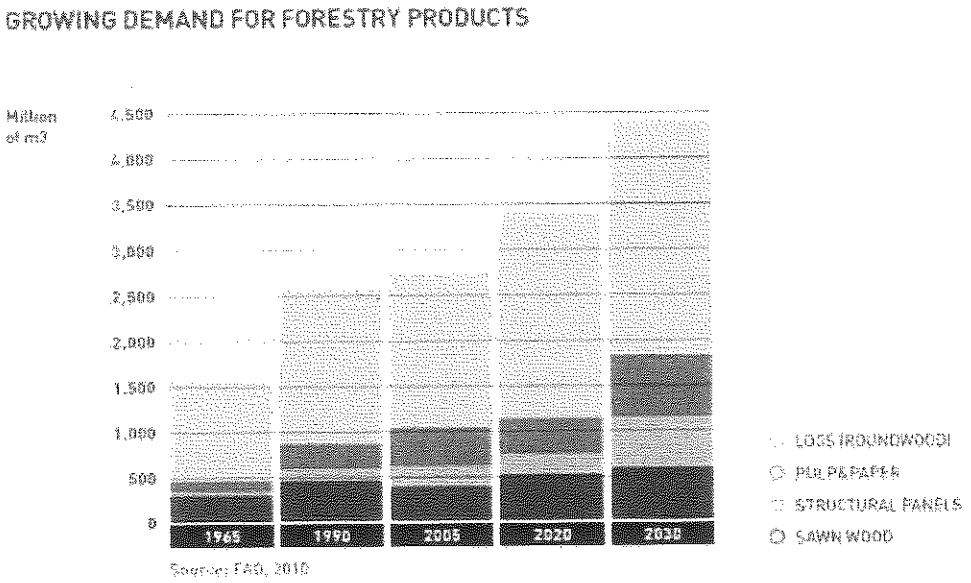
Este análisis conceptual indica que si la demanda de madera rolliza excede la tasa de crecimiento de 1.5% anual, serían las plantaciones forestales las responsables de cubrir la brecha de suministro. La demanda de la mayoría de los productos forestales tiene una elasticidad ingreso alta y positiva. Esto potencia aún más el aumento del ingreso medio y el aumento poblacional sobre la demanda de madera rolliza. En el corto y mediano plazo, y

visto el tiempo de maduración de las inversiones en forestación es esperable una tensión en el mercado.

La importancia de América del Sur, particularmente la de Brasil, Chile y Uruguay, se ha incrementado considerablemente en el mercado de celulosa. La instalación de nuevas plantas en estos países ha permitido que la región aumente su participación en la producción mundial, pasando de representar el 5% en el año 2000 al 14% en el año 2015. Asimismo, Brasil se ha consolidado como el segundo productor mundial de pulpa para papel, produciendo un 10% del total mundial en el año 2015.

Variable	Unidad	Año	Total	Var. % anual 1990 - 2015
Área de bosques y características				
Área de bosque	*Millones de há*	*2015*	3.999	-0,13
Área de otras tierras boscosas	*Millones de há*	*2015*	1.204	-0,10
Área de otras tierras con cubierta forestal	*Millones de há*	*2015*	284	0,52
Reforestación anual media	*Millones de há*	*2015*	27	1,57
Bosque natural	*Millones de há*	*2015*	3.695	-0,24
Bosque plantado	*Millones de há*	*2015*	291	1,84
Producción				
Existencias en formación en los bosques	*Miles de millones de m3*	*2015*	531	0,03
Existencias en formación en los bosques	*m3 por há*	*2015*	129	0,16
Bosque de producción	*Millones de há*	*2015*	1.187	-0,05
Bosque de uso múltiple	*Millones de há*	*2015*	1.049	-0,16
Extracción total de madera	*Millones de m3*	*2011*	2.997	0,41

Fuente: FAO (2016)



3.2.2 Oportunidades de la forestación en Uruguay

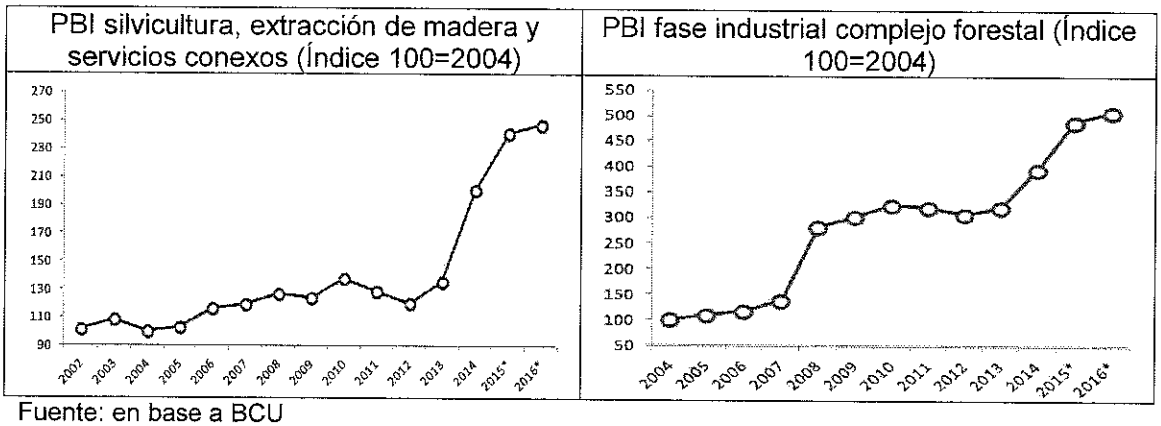
Nuestro país se encuentra bien posicionado para beneficiarse en forma sostenible del desfasaje entre oferta y demanda de productos forestales o del "gap celulósico" como ha dado en llamarse. El desarrollo forestal del país cuenta ya con más de tres décadas y además de contar con un sólido marco legal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

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

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

La forestación cubre aproximadamente 1 millón de hectáreas. Cerca de la mitad están integradas verticalmente con las dos plantas de celulosa, UPM y Montes del Plata. Los fondos de inversión institucionales, mayoritariamente de origen extranjero superan las 250,000 hectáreas de plantaciones. Uruguay es el segundo destino después de Brasil, en lo que respecta a inversiones forestales de fondos norteamericanos.

En los últimos 7 años los inversores institucionales locales han comenzado a participar activamente en el sector de recursos naturales y particularmente en las inversiones forestales. A la fecha se han estructurado 5 fideicomisos forestales de oferta pública por un valor de US$ 500 millones.



Fuente: en base a BCU

El dinamismo del sector forestal se plasma también en las transacciones que han ocurrido en los últimos 5 años. Las dos primeras son ejemplos de lo que ocurriera en los EEUU hace tres décadas donde empresas verticalmente integradas venden su patrimonio forestal a un TIMO en el caso de GMO o a un inversor institucional en el caso de HMC. Todas las transacciones restantes siguen la lógica de los ciclos de inversión de los TIMO, quienes adquirieron tierra en Uruguay para implantar forestación y luego del ciclo de vida de 10 años deben disponer de los activos. Esas oportunidades son aprovechadas por inversores financieros generalmente institucionales (caso de los BDUs) o TIMOs, o por inversores estratégicos por ejemplo empresas ya instaladas y con fuerte integración vertical (UPM, COFUSA).

Detalle de las transacciones forestales más relevantes.

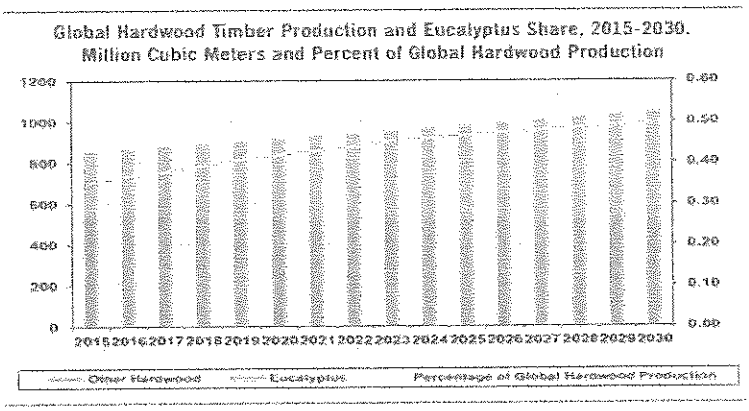
Año	Departamentos	Superficie (hectáreas)		Monto (US$)	PARTICIPANTES	ESPECIES
		Total	Plantada			
2013	Lavalleja	27,870	16,450	77,300,000	ENCE a HMC	E. Globulus
2013	Rivera/ Tacuarembo	44,574	29,174	145,000,000	MdP a GMO(1)	Pino
2013	Rivera	12,426	8,366	63,000,000	GFP a COFUSA	Pino
2013	Durazno	938	632	5,800,000	RMK a UPM	E. Grandis
2015	Lavalleja /TT /Cerro Largo	6,937	4,158	18,000,000	POSCO a BDU 2	E. Globulus y Grandis
2015	Treinta y Tres	1,212	697	4,200,000	Phaunos a BDU	Grandis/Saligna/Dunii
2016	Paysandu	8,335	5,786	35,000,000	GFP a UPM	Pino
2017	Cerro Largo	1,166	713	6,400,000	GMO a BDU 3	Pino y E Grandis
2017	Lavalleja /TT/ Cerro Largo	47,281	30,896	174,000,000	GFP a BDU 3	Pino, Eucalyptus aserrio y pulpa
2018	RIVERA/ TACUAREMBO	12,166	8,446	68,000,000	TRG a COFUSA	Pino, Eucalyptus aserrio

(1) GMO opera hoy bajo TRG

Fuente: elaboración propia en base a datos de INC e información de prensa.

Las oportunidades para el Eucalyptus

La contribución de la madera proveniente de bosques naturales ha disminuido de manera constante a menos de la mitad de la demanda mundial en 2015, y las tasas reales de cosecha de bosques naturales han disminuido desde 1995 (Binkley et al, 2017)[2]. En su reciente informe, RISI (2016)[3] estimó que la participación de Eucalyptus en la producción de madera para 2030 representará la mitad de la producción mundial de madera dura. Como señala Walker (2013)[4], los eucaliptos son especies cuyas "propiedades imitan naturalmente a las de las mejores maderas duras tropicales". La mayoría de este aumento de la oferta será probablemente madera para pulpa, lo que significa que el área de plantaciones de eucalipto gestionadas específicamente para la producción de aserrío en el mundo es bastante limitada. Bajo este escenario, satisfacer la demanda mundial de trozas de aserrío de madera dura (para la producción de madera y madera contrachapada), se traduce en una mayor competencia por parte de las compañías enfocadas en la fabricación de productos de madera por un recurso escaso.



Fuente: RISI

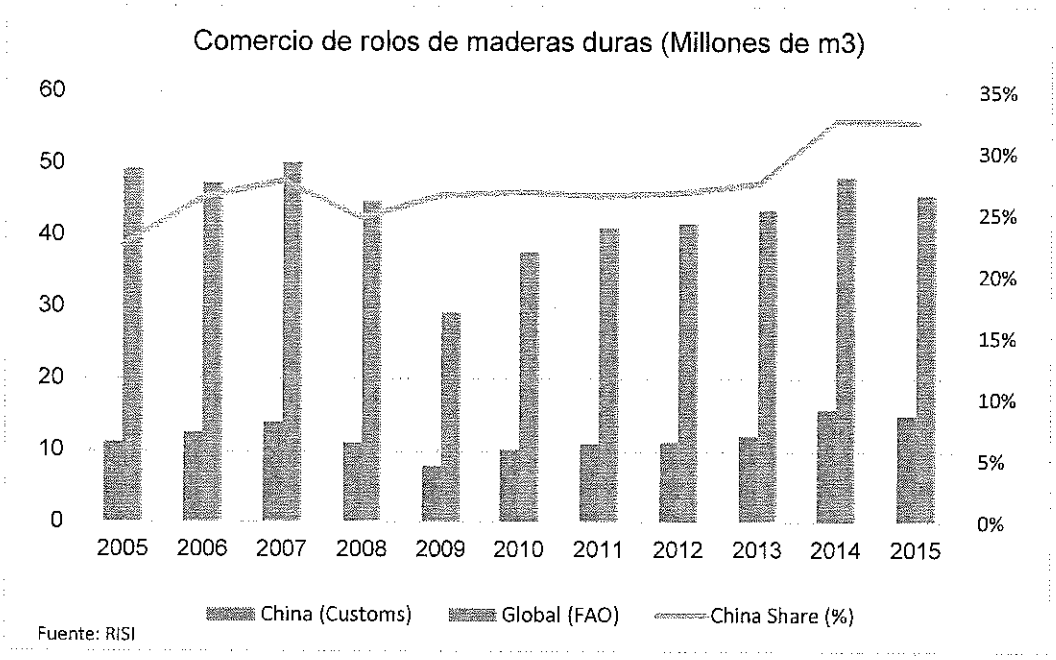
[2] Binkley, Dan; Campoe, Otávio C.; Alvares, Clayton; Carneiro, Rafaela L.; Cegatta, Ítalo and Stape, Jose Luiz (2017). The interactions of climate, spacing and genetics on clonal Eucalyptus plantations across Brazil and Uruguay. *Forest Ecology and Management* 2017, nr. 405, pp 271–283.

[3] RISI (2016) Eucalyptus Sawlog Market Outlook.

[4] Walker, John (2013). Wood Quality: A Perspective from New Zealand. *Forest* 2013, nr. 4, pp 234-250.

En su informe, RISI (2016) señala que la mayoría del contrachapado chino tiene un núcleo de eucalipto, y que el eucalipto puede ayudar a fortalecer los paneles de madera o reducir la necesidad de chapas de madera blanda de mayor calidad. Liao et al (2017)[5] apoyaron la visión de RISI, ya que los resultados de su estudio indican que los paneles de madera laminada cruzada fabricados con madera de eucalipto son prometedores para aplicaciones estructurales dada su firmeza.

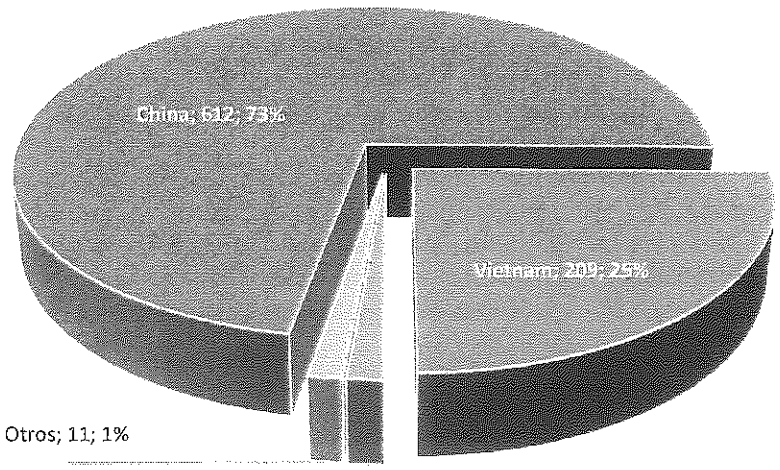
El eucalipto como madera dura alternativa es un fenómeno reciente. Las importaciones globales de troncos de eucalipto alcanzaron los 900,000 m3 en 2015. A escala global, el comercio de eucaliptos es actualmente muy pequeño. En comparación, según la FAO, el comercio mundial de troncos de madera dura (que el Eucalyptus está sustituyendo en forma creciente), promedió 44 millones de metros cúbicos por año durante los últimos 5 años. China fue responsable, en promedio, del 29% del comercio mundial de troncos de madera dura en los últimos 5 años.



China es el mercado más relevante para los rolos de Eucalyptus representando el 73% de las importaciones mundiales seguido de Vietnam con el 25%.

[5] Liao, Yuchao; Tu, Dengyun; Zhou, Jianhui; Zhou, Haibin; Yun, Hong; Gu, Jin and Hu, Chuanshuang (2017). Feasibility of manufacturing cross-laminated timber using fast-grown small diameter eucalyptus lumbers. *Construction and Building Materials* 2017, nr. 132, pp 508–515.

Importaciones mundiales de rolos de Eucalyptus, 2015 (Miles m3)

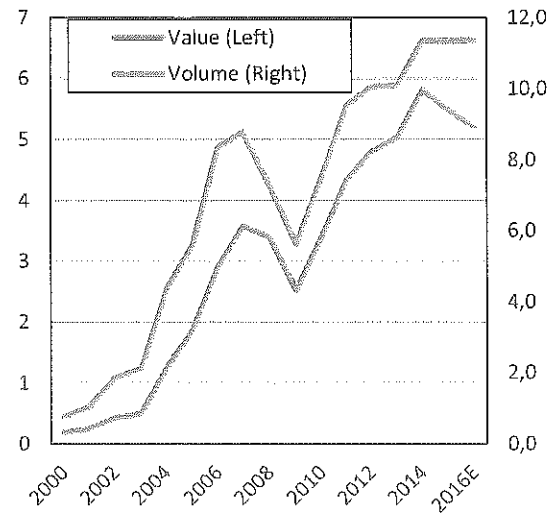


Fuente: RISI

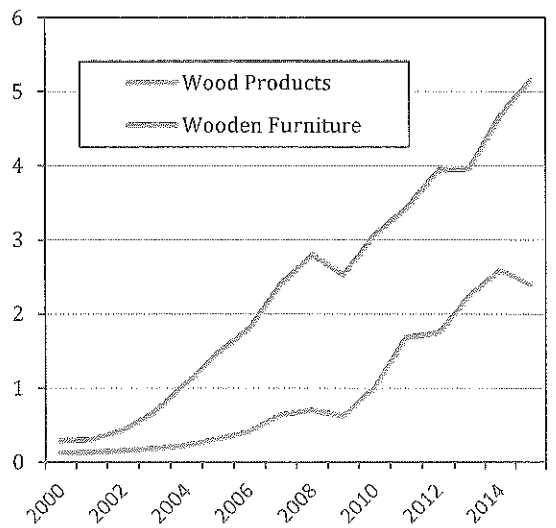
Ambos países, China y Vietnam, procesan los rolos de Eucalyptus en productos diferentes de valor agregado para ser luego reexportados a los EEUU y la UE.

China representa el 40% de las exportaciones mundiales de madera contrachapada (en volumen). En 2016, China exportó más de 11.4 millones de m3 de madera contrachapada por un valor de US$ 5.2 mil millones. Además de la madera contrachapada, también se utilizó la madera de Eucalyptus como núcleo en la fabricación de pisos. Vietnam, por otro lado, se ha centrado en la exportación de muebles de madera (con muebles de jardín como un componente importante) y productos de madera. Las exportaciones de estos dos productos han crecido de manera exponencial y han alcanzado los 7.500 millones de dólares estadounidenses en 2015. Los muebles de madera explicaron el 70% del valor de exportación, y el contrachapado representó el 14% de la categoría de productos de madera.

China: Exportaciones de plywood, 2000-2016
Millones m3 (derecha) y Billones US$ (Izquierda)



Vietnam: Valor de las exportaciones de muebles y productos de madera, 2000-2015
(US$ billones)



Fuente: RISI

Tanto los procesadores de China como los de Vietnam aprovecharon las características de la madera de Eucalyptus incluyéndola como núcleo de la madera contrachapada para proporcionar rigidez y resistencia a la misma. Además, las láminas de los Eucalyptus de mayor edad y más grandes se utilizan cada vez más como placas exteriores en los paneles para aplicaciones de grado de apariencia[6]. En el caso de los muebles de jardín, el Eucalyptus, (de plantaciones certificadas FSC), se utiliza como una alternativa preferida a la teca y otras especies de madera dura tropical. Las preocupaciones ambientales de los consumidores y clientes europeos y estadounidenses sobre el uso de madera de "fuentes no sostenibles", es decir, bosques tropicales, continúan abriendo el mercado para el eucalipto certificado FSC de las plantaciones como la opción "sostenible" preferida para los productos de madera de consumo.

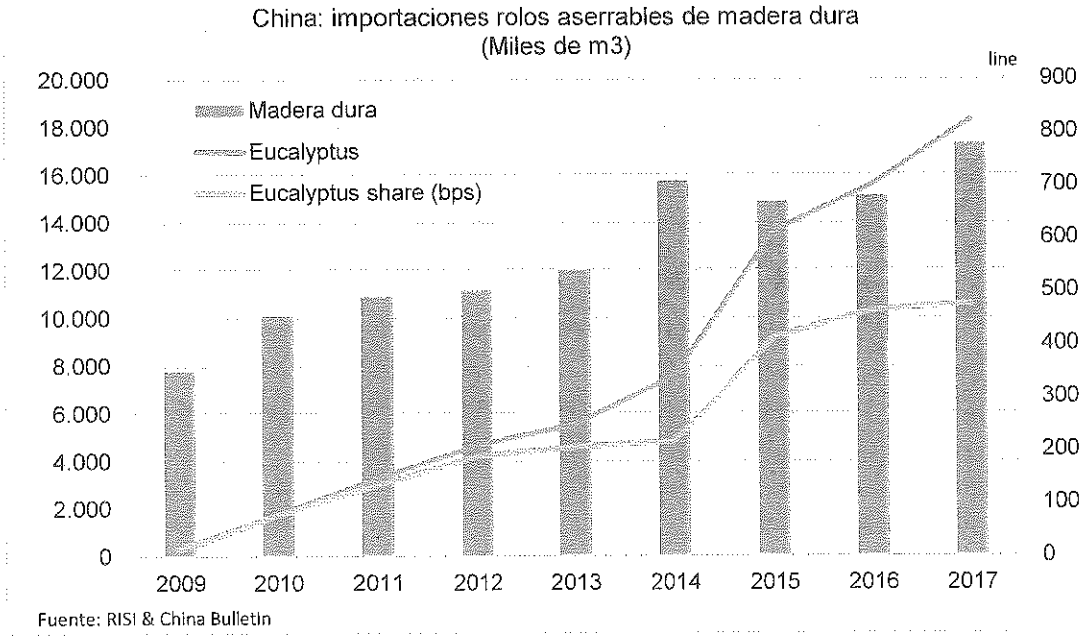
Las importaciones chinas de troncos de madera dura superaron los 14 millones de m3 desde 2014, mostrando un fuerte retorno después de la crisis de 2008.



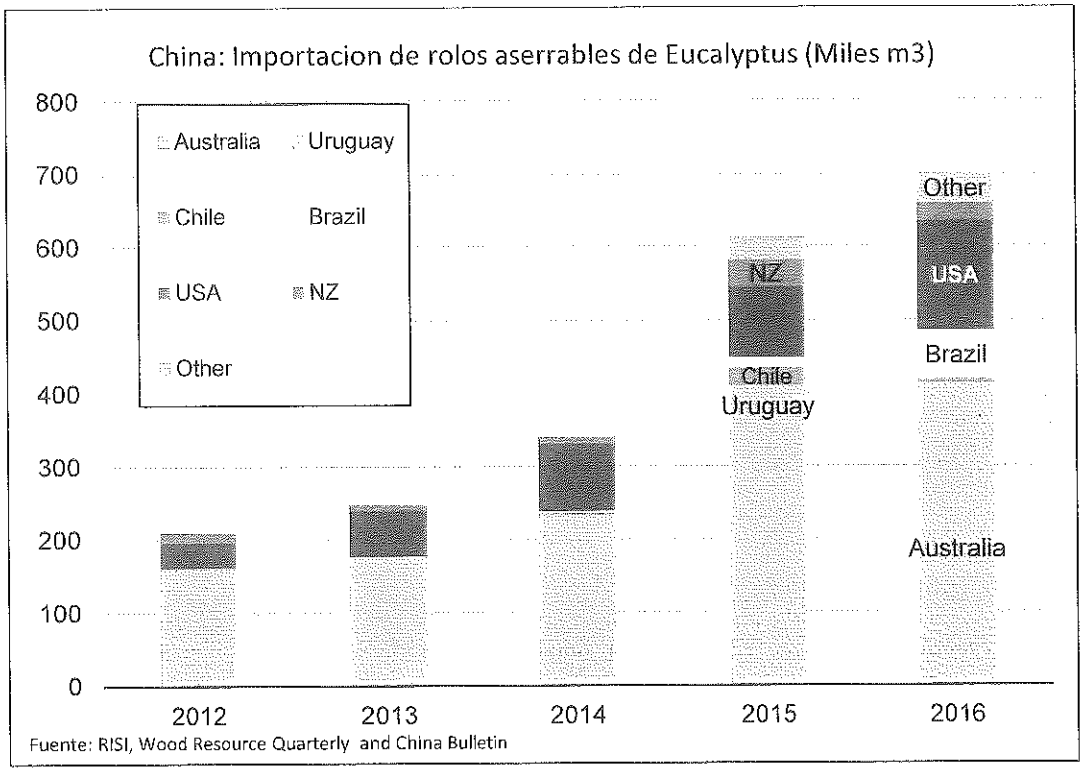
Fuente: RISI

Después de que las importaciones de madera dura de China tocaran fondo en 2009, las importaciones de troncos de Eucalyptus aumentaron de manera constante de 12,000 m3 en 2009 a 700,000 m3. En términos absolutos la importación de rolos de Eucalyptus se multiplicó por tres entre 2012 y 2016. A pesar de la magnitud de ese incremento, la importación de rolos de Eucalyptus de aserrío representa apenas un 4.7% del total de las importaciones chinas de madera dura, y solo el 2% del consumo total de trozas de eucalipto en China que alcanzó los 50 millones de m3 en 2015. Las importaciones chinas de troncos de Eucalyptus alcanzaron los 273 mil m3 en el primer trimestre de 2018, marcado un incremento de 2.86x respecto del mismo periodo de 2017. Hasta ahora, las aduanas chinas no han publicado más datos, pero los cálculos preliminares indican que las importaciones para 2018 serían cercanas a 1.4 millones de m3.

(1) Este tipo de panel combinado fue introducido por Weyerhauseur en el mercado de los Estados Unidos en 2005 desde su fábrica en Uruguay y tuvo gran aceptación.

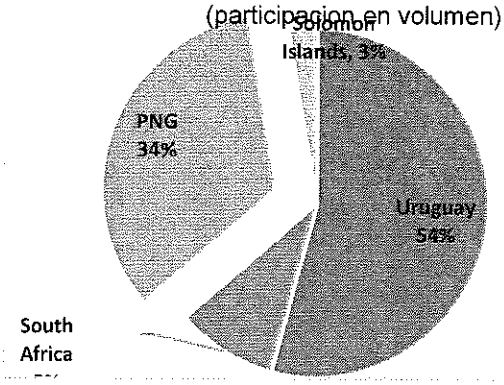


Australia es el proveedor más importante de rolos de Eucalyptus a China, explicando casi el 50% de las importaciones. Otros participantes del mercado son los EEUU (desde Hawai), Chile, Brasil, NZ, Uruguay, Papua-Nueva Guinea y las Islas Salomon.



Vietnam, el segundo importador mundial de rolos de Eucalyptus, importó 209 mil m3 en 2015. Uruguay es el mayor exportador a ese mercado con una participación de mercado del 54% en volumen, seguido de Papua Nueva Guinea con un 34%.

Vietnam: importacion de rolos aserrables de Eucalyptus por origen, 2015
(participacion en volumen)

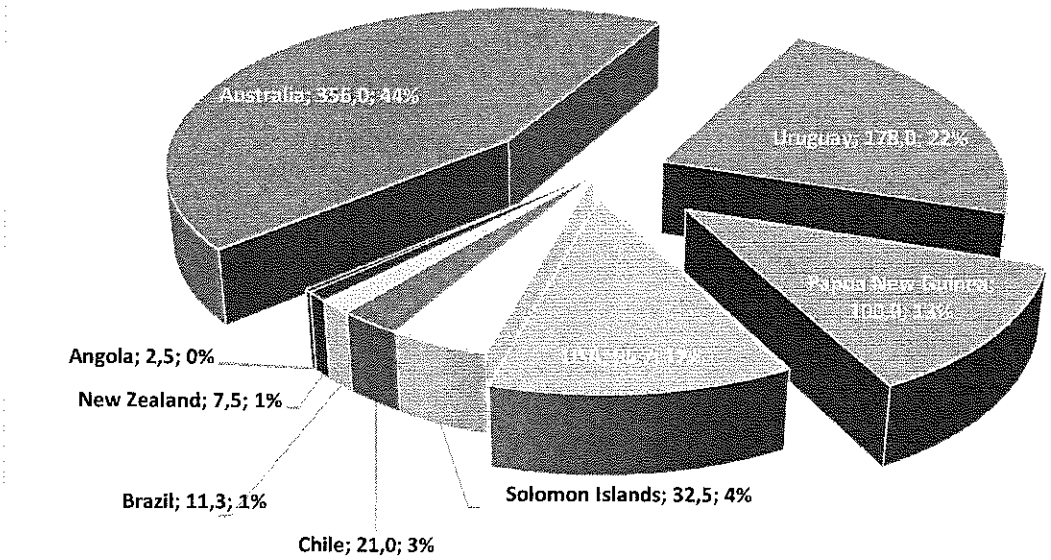


Fuente: RISI, 2016

Como se mencionará más arriba, las importaciones globales de madera aserrable de Eucalyptus alcanzaron a los 900 mil m3, en 2015. Para el mismo año la oferta mundial de rolos de Eucalyptus fue de 805,000 m3. La diferencia corresponde a madera con destino a pulpa que fue reorientada al aserrío.

Australia es el principal proveedor mundial de madera aserrable de Eucalyptus, representando el 44% de la oferta. Le sigue Uruguay con un 22% y luego con 13% Papua Nueva Guinea e Islas Salomon.

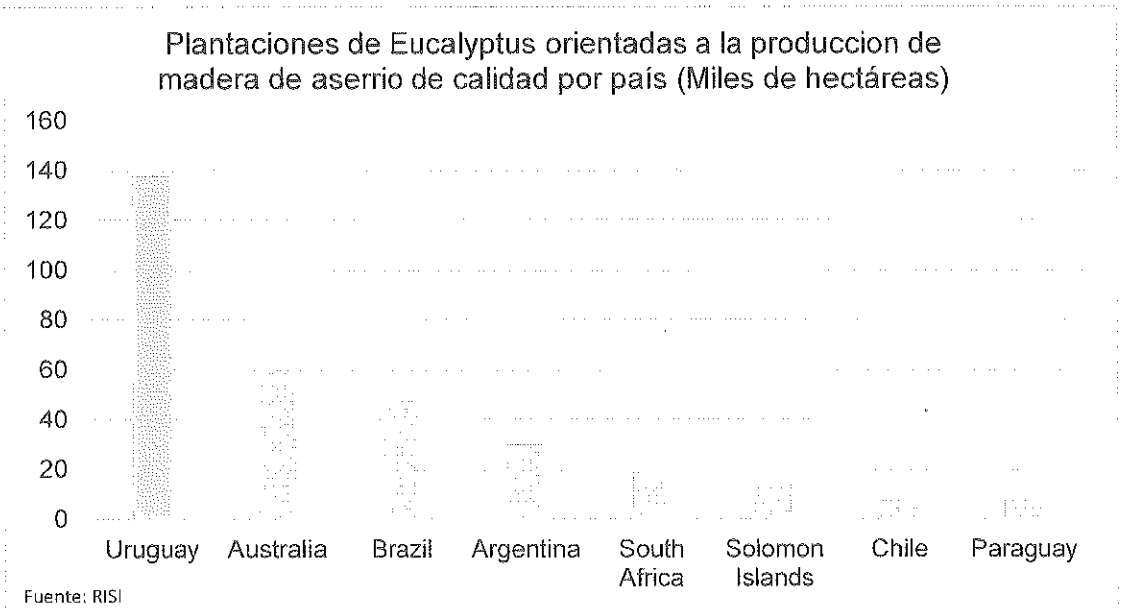
Exportaciones mundiales de rolos aserrables de Eucalyptus, 2015
(Miles de m3)



Fuente: RISI, 2016

Vale mencionar que Uruguay es el país que cuenta con mayor área forestada de Eucalyptus para la producción de madera de aserrío de alta calidad, i.e. bajo régimen de

podas y raleos orientados a la producción de trozas libre de nudos (RISI, 2016)[7]. A nivel global el área plantada de Eucalyptus orientados a la producción de madera de aserrío de calidad es de 331,000 hectáreas, de las cuales 138,000 hectáreas (42%) están en territorio uruguayo. Los competidores más cercanos de Uruguay en este segmento de mercado son Australia y Brasil que cuentan con 60 mil y 50 mil hectáreas respectivamente orientadas a la producción de esta madera.



De acuerdo a RISI (2016) y a la ABARES (Australian Bureau of Agricultural and Resource Economics and Sciences), la producción de madera de Eucalyptus de calidad no excederá los 340,000 m3 por año durante la próxima década.

Brasil tiene un total de 5.6 millones de hectáreas plantadas de Eucalyptus. La gran mayoría de las plantaciones se encuentran en el interior de Brasil, en regiones como Mato Grosso do Sul, y están mayoritariamente orientadas a la producción de rolos pulpables para el mercado interno para su procesamiento en bleached hardwood kraft pulp (BHKP). La producción de pulpa de celulosa casi se duplico en los últimos 10 años alcanzando los 14.7 millones de toneladas en 2015. Para el 2020 se espera que la producción de pulpa supere los 20 millones de toneladas. La industria brasilera de MDF y tableros está usando cantidades crecientes de Eucalyptus creando así una demanda adicional por madera de calidad en el mercado local.

3.3 MONTO DE LA INVERSIÓN

El proyecto de plantación forestal de Bosques del Uruguay 4 demandará un aporte de capital de 330 millones para cubrir la inversión y los costos operativos.

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

[7] RISI (2016) Eucalyptus Sawlog Market Outlook.

Componentes de la Inversión del Fideicomiso Bosques del Uruguay 4

	Miles de US$	Participación (%)
Tierra y activo fijo	-149,792	45%
Bosques	-169,208	51%
Costos de producción	-50,367	15%
Impuestos	-98	0.03%
Administración	-6,221	2%
Costo Estructuración	-3,577	1%
Otros	-4,984	2%
Capital de Trabajo	-11,000	3%
Ingresos	65,247	-20%
TOTAL	-330,000	100%

Se estima que más de 90% de la inversión corresponderá a bosques y tierras, mientras que el saldo corresponde principalmente a capital de trabajo. Los fondos considerados como costos de producción se financiarán con las propias ventas del proyecto.

4 EL MERCADO FORESTAL

4.1 EL MERCADO INTERNACIONAL

La forestación como tipo de activo para inversores institucionales surgió dentro de los Estados Unidos a finales de los años 80 y principios de los noventa. En los Estados Unidos, el crecimiento de la clase de activos ha sido una función tanto de un impedimento fiscal para la propiedad corporativa de las tierras forestales como de un beneficio fiscal para los propietarios institucionales de forestación.

En los Estados Unidos el resultado ha sido una transferencia significativa de la propiedad forestal corporativa a inversores institucionales. Este crecimiento puede ser atribuido a un historial relativamente sólido de retornos a lo largo de los años 90 y 2000 y una comprensión cada vez mayor de las características únicas de la forestación para la diversificación de los portafolios de inversión. De 1989 a 2013, el importe total de capital institucional invertido en forestación creció de menos de mil millones de dólares a una cifra superior a US$ 76 mil millones.

Los últimos diez años también han visto una creciente internacionalización de la clase de activos forestales. Esto se debe al reconocimiento de que el sector forestal es de naturaleza global y que el mercado de bosques de EE.UU es solo una parte del universo de inversión potencial. También refleja una diversificación en los inversionistas que buscan exposición a zonas forestales más allá de los EE.UU. para incluir a inversores institucionales Europeos, de Oceania y del Medio Oriente. Finalmente refleja una realidad que el mundo está cambiando y que la mayor parte de los futuros suministros de madera deberán provenir de regiones donde el clima, los suelos y las condiciones económicas sean propicias para la plantación forestal.

Mientras que la clase de activo fue inicialmente anclado en América del Norte, se ha ampliado desde a otras regiones boscosas alrededor del mundo. La primera inversión institucional en madera fuera de América del Norte se hizo en Nueva Zelanda en 1992. Una década más tarde, la huella global de la clase de activos se ha expandido a Australia y a Brasil, Chile y Uruguay. En los últimos años, los inversores forestales tienen un ámbito geográfico más amplio al tener en cuenta oportunidades en China, África del Este y Centroamérica, Europa del Este, así como algunos países emergentes de América Latina.

Muchas de estas plantaciones forestales están siendo adquiridas por inversores institucionales locales beneficiados por subsidios gubernamentales o incentivos fiscales. Aproximadamente entre US$ 5 y US$ 10 mil millones de activos forestales en el hemisferio sur han sido adquiridos por inversionistas institucionales. Como la demanda de madera crece, se está produciendo un flujo de inversión en 'greenfield projects' de desarrollo de plantaciones en el Cono Sur (Brasil, Chile y Uruguay principalmente) y un mayor empuje de los inversionistas hacia la adquisición de activos de forestales en Asia tropical y África.

Los bosques son un sistema biológico, pero también tienen características financieras interesantes. Los árboles pueden producir una gama de productos, desde biomasa para energía, hasta madera para papel y cartón, y materiales compuestos como MDF, así como madera, madera contrachapada y muebles. Mientras que ciertas especies de árboles son mejor adaptados para ciertos productos, todos los árboles crecen y acumulan tamaño con el tiempo. Efectivamente los arboles son un activo apreciado por el proceso de crecimiento biológico. Además, a medida que un árbol crece su uso final potencial también cambia, en sus etapas iniciales su uso es para la energía o la madera para pulpa, luego los troncos aserrables. La forestación tiene un valor adicional en el sentido de que se puede cortar para vender como madera, generando ingresos, o ser mantenida y con el crecimiento genera una apreciación del capital. Como los árboles no tienen un punto de madurez definido su cosecha puede acelerarse en períodos donde las condiciones de marcado sean favorables y también contraerse en momentos de baja de precios de mercado.

Debido a esta opcionalidad, la valoración de la forestación tiende a reflejar una expectativa de que la volatilidad a corto plazo promediará a lo largo del tiempo y, por lo tanto, las valoraciones de los bosques son menos volátiles que la de los propios mercados de la madera.

Estas características conducen a una volatilidad generalmente baja en los rendimientos totales, y una baja correlación general con la volatilidad de otras clases de activos.

Otros beneficios percibidos de la forestación son la correlación positiva con la inflación, el largo plazo de la naturaleza de los activos como una forma de conciliación de responsabilidad, y la percepción de que la forestación es una cobertura natural contra el cambio climático y las señales del precio del carbono. Este último beneficio es el resultado de que la madera y los bosques son el material de construcción de energía más pequeño incorporado, una fuente de combustible para una variedad de fuentes energéticas renovables y potencialmente una fuente de captación de carbono en los mercados ambientales, incluyendo en regímenes regulados de comercio de emisiones. Todas estas características se combinan para hacer de la forestación un activo interesante y útil en carteras de inversión institucional.

Fuera de los Estados Unidos, el universo invertible podría incorporar otros US$ 10 mil millones en Canadá, US$ 25 mil millones en América Latina, US$ 16 mil millones en Australia y Nueva Zelanda, y otros US$ 10 mil millones en Asia y África. Estos números no son precisos porque se basan en intentar categorizar lo que podría considerarse una

oportunidad de inversión para los inversores institucionales, que puede cambiar con y en el tiempo y en respuesta a las condiciones del mercado.

Los mercados de madera de Estados Unidos siguen siendo muy importantes, incluso en una época de baja demanda de vivienda. Sin embargo, muchos inversionistas ahora buscan oportunidades a nivel internacional, especialmente en el hemisferio sur donde un conjunto de activos establecido por los gobiernos o por incentivos fiscales del gobierno ha creado una masa crítica de activos para los inversores institucionales. Por ejemplo, en Australia y Nueva Zelanda se han producido y se siguen realizando privatizaciones a gran escala de plantaciones forestales propiedad del gobierno, readecuación de incentivos fiscales para la plantación y venta de activos por parte de compañías de la industria forestal que representan miles de millones de dólares en activos. Cada vez más, las tasas de crecimiento la de las plantaciones forestales y las condiciones del mercado en el hemisferio sur están alcanzando y superando el costo de capital ajustado por riesgo para los inversionistas.

La tala insostenible y la conversión de las selvas tropicales a la agricultura ha llevado a un déficit en la oferta de maderas de alto valor. Los gestores de inversiones están empezando a conseguir inversiones en plantaciones establecidas de madera de caucho, acacia, teca y Eucalyptus, que pueden venderse para usos finales de alto valor como muebles, pisos y paneles.

El perfil de retorno de la forestación sigue en gran medida impulsado por las expectativas de retorno de la forestación de EE.UU. aumentada por diversas primas por riesgo de moneda, riesgo de país, liquidez, volatilidad de precios de mercado, madurez de los mercados madereros, el acceso a la infraestructura, el perfil de la clase de edad del bosque y el grado de rendimiento en efectivo. Los rendimientos implícitos de los bosques de EE.UU. se encuentran actualmente en aproximadamente el 6% de TIR real antes de impuestos, y los rendimientos internacionales tienden a escalar desde allí.

En los EEUU 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[8].

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

El retorno económico de las inversiones en forestación viene dado por el crecimiento biológico del árbol y por la apreciación en el valor de la tierra. Por su propia naturaleza el crecimiento biológico genera valor, el cual se acumula gradualmente en el árbol. Finalmente, el crecimiento acumulado provoca un cambio en el uso potencial de la madera y con ello un cambio positivo en el valor de la misma. El retorno de la inversión en forestación está pues dado por[9]:

---

[8](2011) A Perspective on Timberland Investment David Brand, Managing Director New Forest Pty. Ltd
(2014) Timberland Investments: A Primer, Timberland Investment Resources, LLC
(2014) TIMBERLAND INVESTMENTS A PRIMER Chung-Hong Fu, Ph.D. Economic Research and Analysis
(2015) Investment Outlook. New Forests Pty Ltd

[9] Mortimer, 2009.

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

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

1) Colocación con un retorno relativo alto si se compara con otras de igual riesgo.
2) Volatilidad limitada: la desviación estándar de los principales Índices forestales en Estados Unidos ha sido considerablemente inferior a la mostrada por otros como el S&P 500 o el Russell 2000.
3) Correlación muy baja (menor a 0,15) con activos tradicionales como acciones, bonos, y operaciones inmobiliarias regulares. En este sentido las inversiones forestales aparecen como un producto complementario y contribuyen a expandir la frontera eficiente de riesgo/retorno del portafolio
4) Cobertura contra la inflación, los retornos han mostrado aumentos mayores que la inflación. La madera es un activo real además y por tanto con una dinámica diferente a la de los activos financieros. Por otra parte, los precios de la madera han tenido subas anuales mayores a las tasas de inflación.
5) Ventajas impositivas.
6) Flujo de caja predecible.
7) Activo que está creciendo y gestión flexible del momento de venta de la madera.

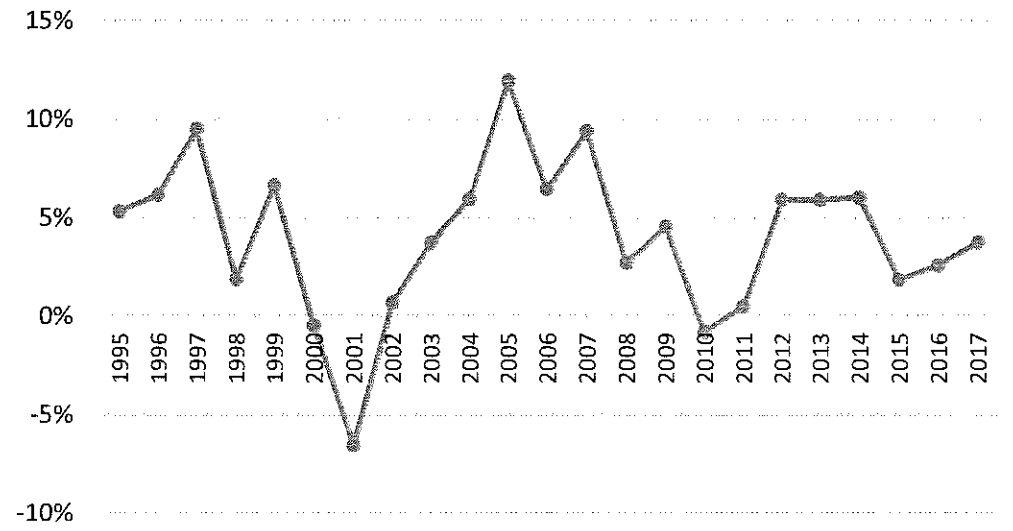
En el pasado, las inversiones forestales carecían de mecanismos para comparar su desempeño, era muy difícil contar con un *benchmark*. No obstante, ahora existen varias compañías forestales operando en bolsa. Por ejemplo, en los Estados Unidos se estiman, entre otros, dos índices de referencia para los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

1) El National Council of Real Estate Investment Fiduciaries (NCREIF) que publica el Timberland Property Index desde 1994[10].
2) El John Hankcock 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 7,5%, muy superior a los retornos de otros indicadores como el S&P 500 Index, o los índices de bonos del tesoro.

[10]http://www.ncreif.com/timberland-returns.aspx

Evolución del NCREIF Timberland Index



Fuente: National Council of Real Estate Investmetn Fiduciaries

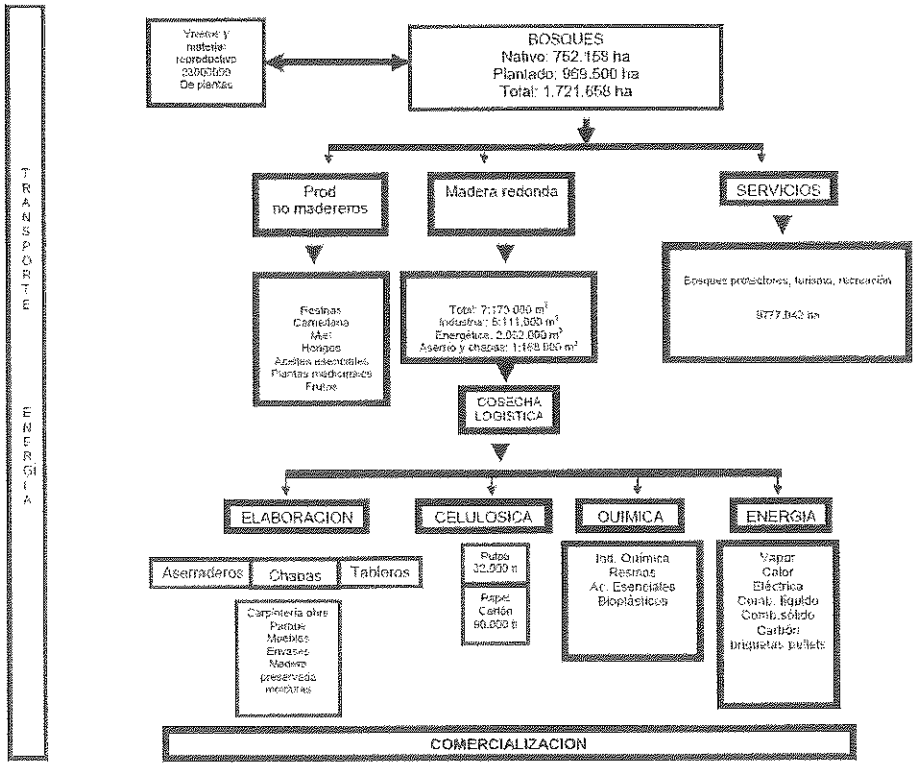
4.2 LA FORESTACIÓN EN EL URUGUAY

4.2.1 La cadena forestal

El sector forestal se divide en una fase silvícola, otra fase logística, y luego la fase industrial y la comercialización. Asimismo, se distinguen diferentes cadenas agroindustriales de base forestal: la celulósica-papelera, la de productos de madera elaborada, la industria química de base forestal, y la energética. Se hará mayor énfasis en resaltar los aspectos más destacables de la cadena de madera sólida, esto es productos madereros de mayor valor (aserrado y debobinado) y la de destino a pulpa ya que son las dos principales salidas comerciales del proyecto. El uso energético sería un componente alternativo al de celulosa[11].

[11]Mantero, San Román, Lignone y otros (2008)

Cadena Forestal en Uruguay, 2008



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

4.2.1.1 Fase silvícola

El desarrollo de la forestación tomó impulso en Uruguay con la aprobación de la ley forestal Nº 15.939 (28/12/1987), promocionándose a las plantaciones definidas según suelos, especies, densidades, manejo, etc. Esta ley en esas condiciones fue mantenida hasta 2005. Se establecieron 3,57 millones de hectáreas de prioridad forestal, agrupados principalmente en los grupos Coneat 2, 7, 8 y 9. Un 77% de las plantaciones existentes en 2004 se habían realizado en suelos de Prioridad Forestal[12].

Suelos de Prioridad Forestal en Uruguay

Grupo Coneat	Superficie (hectárea)	Proporción	Índice Coneat		
			Promedio	Max	Min
7	477.027	13.35%	67	92	31
8	513.066	14.35%	80	109	31
9	822.054	23.00%	77	114	35
2	1.453.774	40.67%	65	83	53
0.7	92.705	2.59%	3		

[12]Dell'Acqua, Petraglia y San Román, 2008. MGAP.

0.9	165.330	4.63%	60	74	26
S 0.9	50.347	1.41%	41	74	26
TOTAL	3.574.303	100%			

Fuente: DGF-MGAP

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

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

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

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

Las plantaciones forestales alcanzaban 990 mil hectáreas en 2012 según datos de la Dirección Forestal, aproximadamente un 6.6% de la superficie productiva del país y una cuarta parte de la superficie potencial a forestar considerando el área de prioridad más la que requiere aprobación. Los géneros Eucalyptus y Pinus explican la mayor parte de la superficie plantada bajo proyecto. Actualmente la superficie forestada es similar, siendo el cambio más importante el referido a la participación de cada especie, como se verá más adelante.

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

Casi el 65% de la forestación del país se concentra en 5 departamentos (Rivera, Paysandú, Río Negro, Tacuarembó, Lavalleja). Existe una plantación diferencial de Eucalyptus y Pino según región. El 73% de la superficie de Pino se concentra en Rivera y Tacuarembó. Las plantaciones de Eucalyptus están distribuidas entre las distintas regiones del Uruguay.

Área forestada bajo proyecto por departamento y especie (Total a marzo 2017)

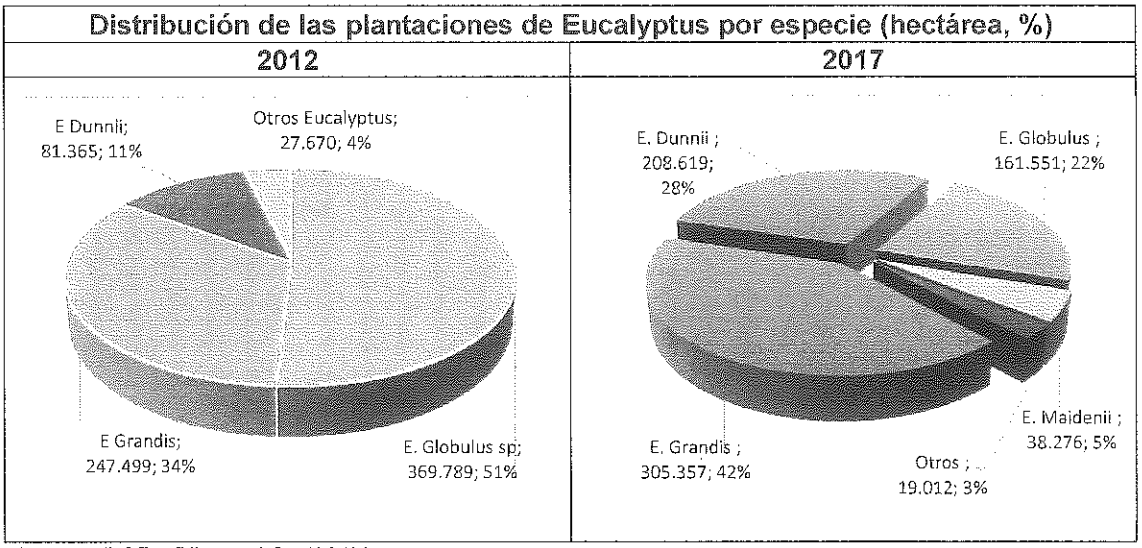
Región	Departamento	Eucalyptus	Pino	Total	Eucalyptus	Pino	Total
		Hectáreas			%		
Centro Este	Cerro Largo	71,947	18,376	90,323	44%	60%	47%
	Durazno	57,810	2,765	60,575	36%	9%	31%
	Treinta y Tres	32,492	9,349	41,841	20%	31%	22%
	Total Centro-este	**162,249**	**30,490**	**192,739**	**22%**	**16%**	**21%**
Norte	Rivera	54,923	76,514	131,437	48%	54%	52%
	Tacuarembo	58,407	65,321	123,728	52%	46%	48%
	Total Norte	**113,330**	**141,835**	**255,165**	**15%**	**73%**	**28%**
Oeste	Colonia	7,039	72	7,111	3%	0%	3%
	Paysandu	100,208	14,746	114,954	40%	78%	42%

	Rio Negro	111,063	4,021	115,084	44%	21%	42%
	Salto	645		645	0%	0%	0%
	Soriano	33,681	41	33,722	13%	0%	12%
	Total Oeste	**252,636**	**18,880**	**271,516**	**34%**	**10%**	**29%**
Sudeste	Canelones	14,940		14,940	7%	0%	7%
	Flores	10,337		10,337	5%	0%	5%
	Florida	42,464	201	42,665	21%	8%	21%
	Lavalleja	70,872	991	71,863	35%	39%	35%
	Maldonado	25,315	114	25,429	12%	4%	12%
	Rocha	38,122	570	38,692	19%	22%	19%
	San José	2,550	685	3,235	1%	27%	2%
	Total Sudeste	**204,600**	**2,561**	**207,161**	**28%**	**1%**	**22%**
Total Nacional (ha)		**732,815**	**193,766**	**926,581**	79%	21%	100%

Fuente: Pike and Co (2017)

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

Distribución de las plantaciones de Eucalyptus por especie (hectárea, %)

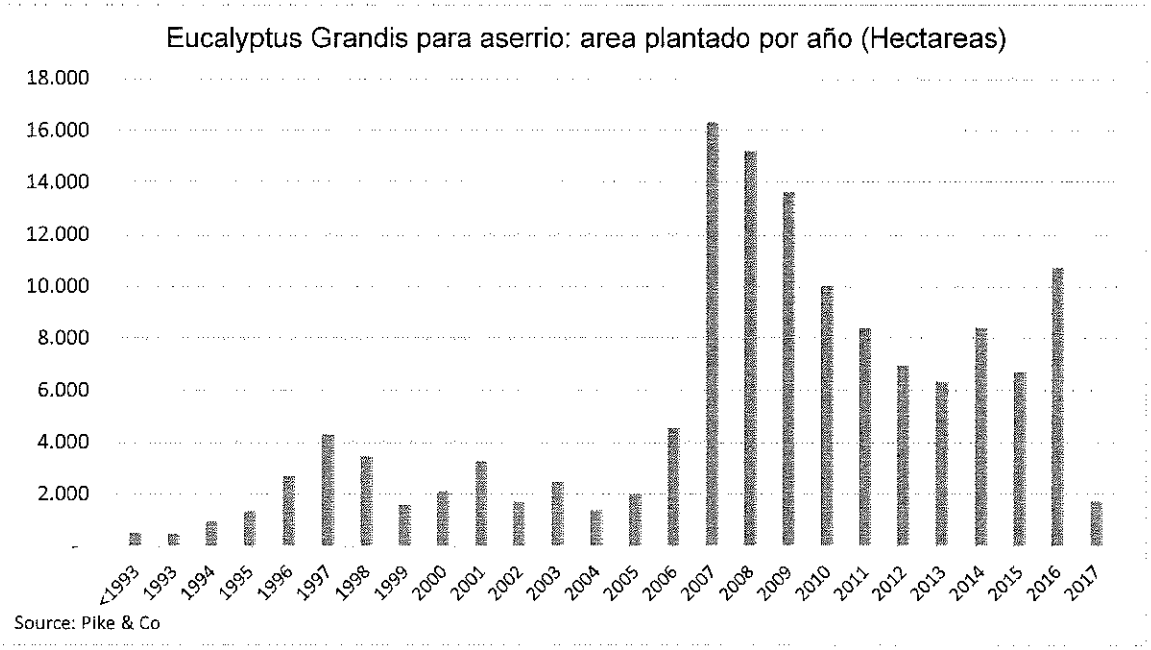


Fuente: DGF y Pike and Co (2017)

Área plantada de Eucalyptus por región y especie

Región	E. Grandis	E. Dunnii	E. Globulus	E. Maidenii	Otra pulpa	Otros rojos	Area (ha)	%
Centro Este	100,560	34,622	16,420	8,421	1,623	603	162,249	22%
Norte	92,999	13,553	86	5,942	234	517	113,331	15%
Oeste	93,920	135,794	10,727	3,244	6,376	2,574	252,635	34%
Sudeste	17,878	24,650	134,318	20,669	5,480	1,605	204,600	28%
Area (ha)	**305,357**	**208,619**	**161,551**	**38,276**	**13,713**	**5,299**	**732,815**	**100%**
Area (%)	**42%**	**28%**	**22%**	**5%**	**2%**	**1%**	**100%**	

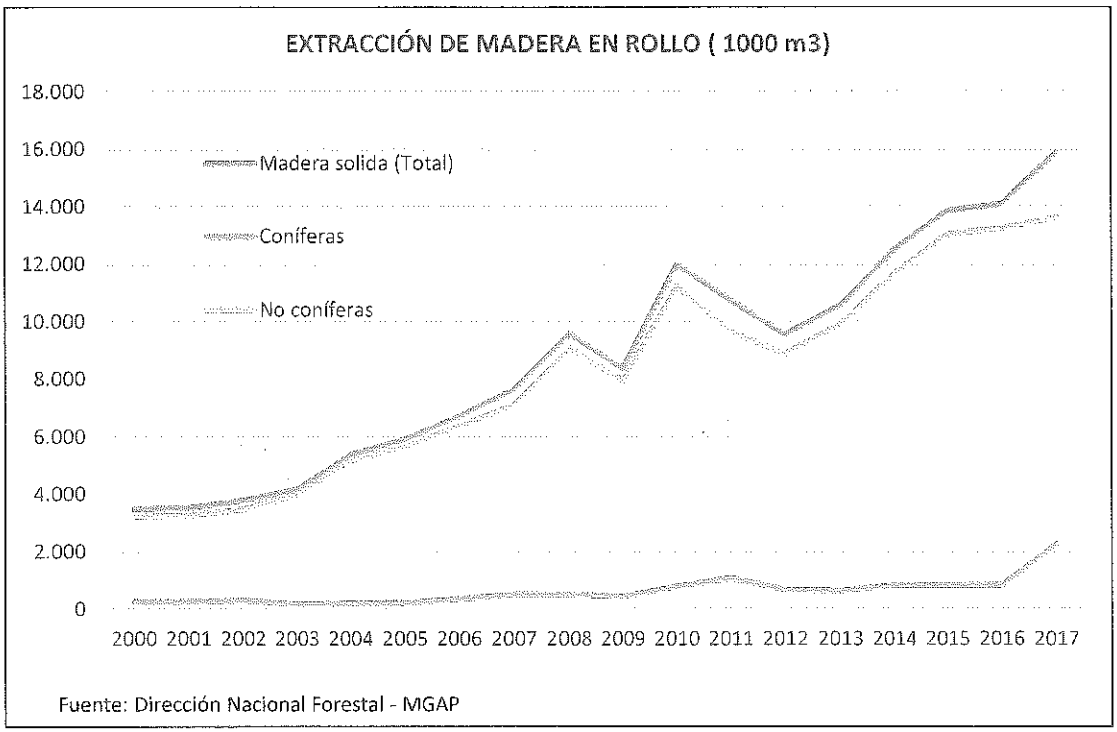
Fuente: Pike and Co (2017)



4.2.1.2 Extracción de madera y fase industrial

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

Extracción de madera rolliza, 2000-2017



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

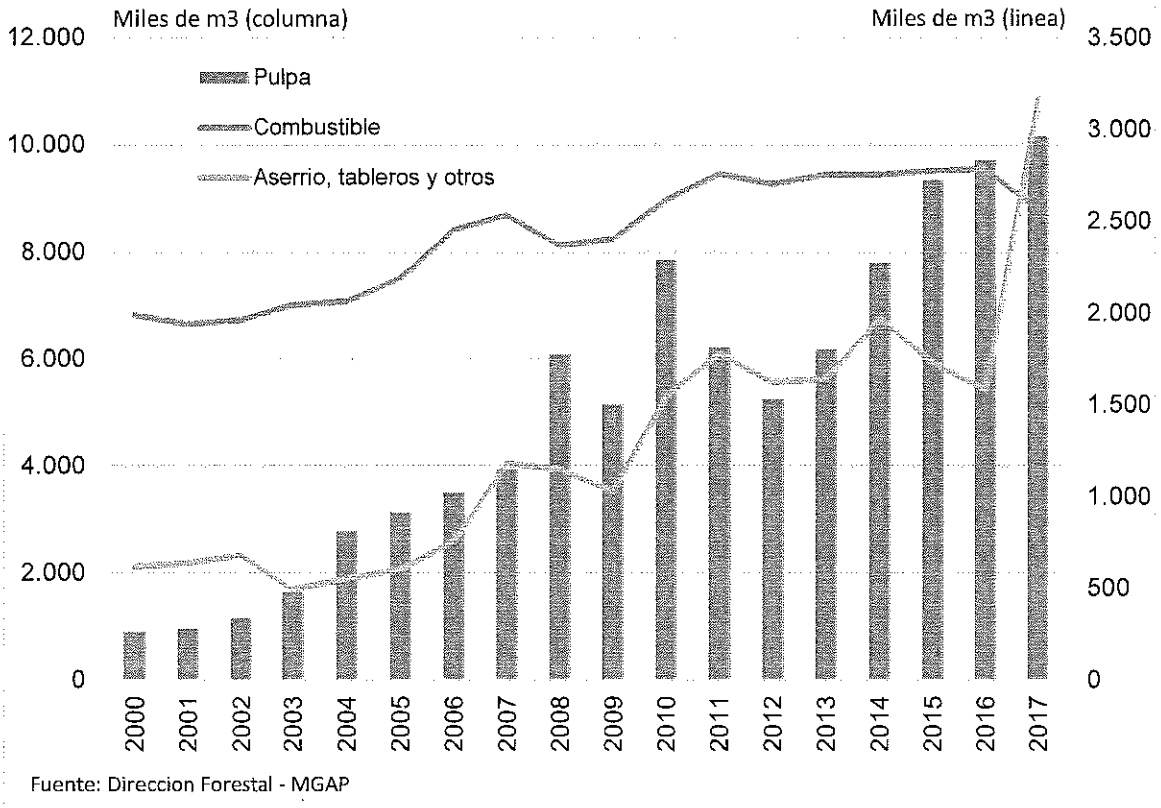
En los primeros años (2000 a 2006) la extracción de madera para pulpa estaba destinada a la exportación. La puesta en marcha de la planta de celulosa UPM en noviembre de 2007, provocó en primera instancia una rápida expansión de la extracción de madera con ese destino que pasó de 4 millones de m3 a 6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

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

La extracción de madera con destino a madera sólida (aserrío, tableros, otros) creció a una tasa del 9.12% acumulativo anual durante el periodo 2000-2017. Este crecimiento no obstante se concentra en la segunda mitad de período a partir de la instalación de las

plantas de Urupanel y Weyerhaeuser en 2006. Entre 2000 y 2006 la extracción de madera con destino a uso industrial (aserrío, tableros, otros) promedio las 620 mil m3. En 2007 la extracción de madera con este destino aumenta un 50% pasando a un promedio anual de 1.1 millones m3 entre 2007 y 2009. Finalmente, a partir de 2010 se produce un nuevo empuje en la extracción de madera, principalmente impulsado por la extracción de rolos de aserrío para exportación. Desde 2010 en adelante la extracción con destino a madera sólida industrial se ha mantenido por encima de los 1.5 millones de m3, en 2017 se alcanza un valor récord histórico de 3.2 millones de m3 producto del aumento de la extracción de madera de pino con destino a China.

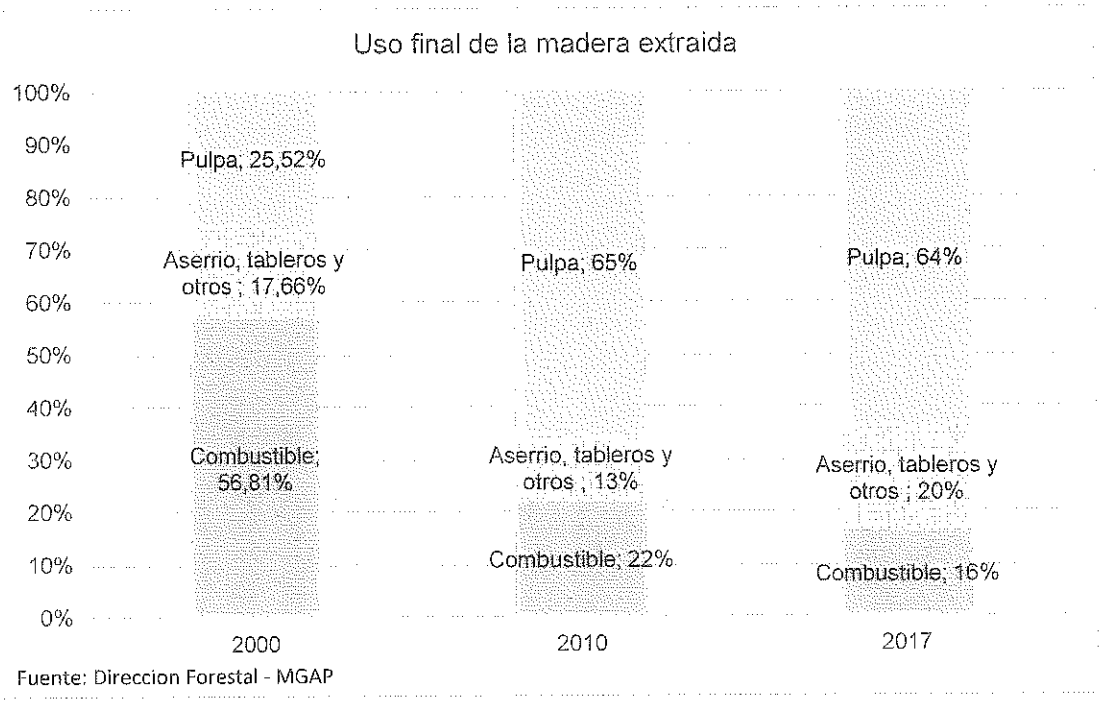
Extracción de madera según uso final 2000-2017



Fuente: Direccion Forestal - MGAP

Entre el año 2000 y el año 2017 la extracción de madera de multiplicó por 4.5, pasando de 3.5 millones de m3 a 16 millones de m3. Al inicio del periodo un 57% de la madera extraída era usada como combustible, un 26% con destino a pulpa y un 18% con destino a aserrío. En 2017, el destino principal de la madera fue la producción de pulpa (64%), el uso para aserrío aumento su participación al 20% mientras que el uso como combustible disminuye su participación al 16%

Evolución del uso final de la madera extraída

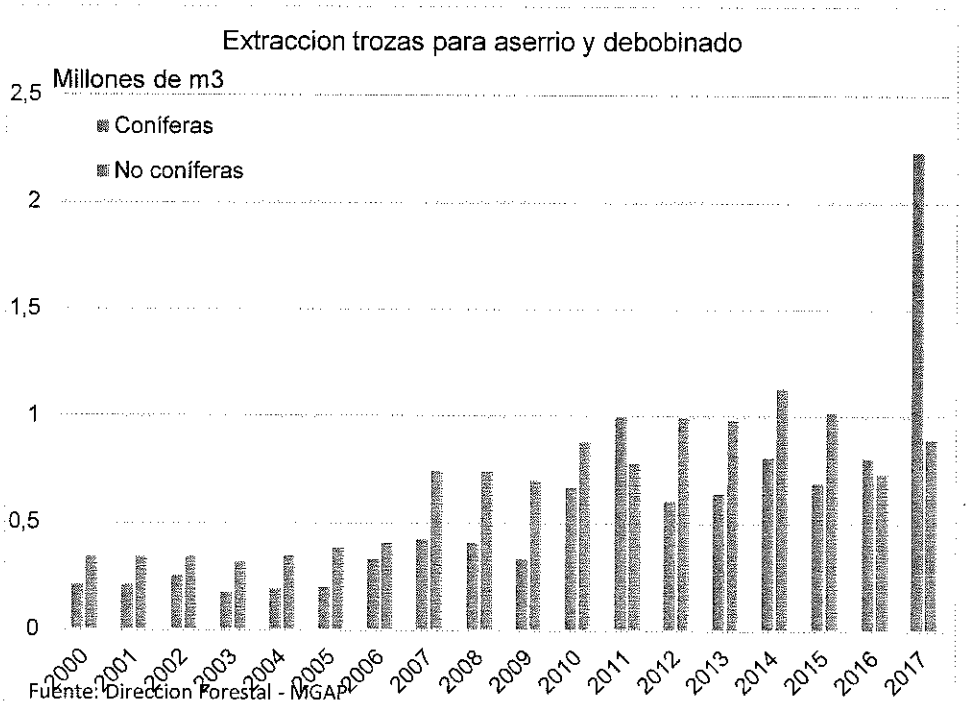


Fuente: Direccion Forestal - MGAP

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

En lo que respecta al uso de madera para aserrío y debobinado se constata que el volumen extraído se sextuplico entre 2000 y 2017, pasando de 548 mil m3 a 3.1 millones de m3. En 2017 se verifica un incremento significativo en la extracción de madera de pino que explica la mayor parte del aumento en la extracción. El aumento en la extracción de Pino responde, principal y mayoritariamente, a la consolidación de la exportación de Pino a granel a China.

Extracción de madera para aserrío y debobinado, 2000-2017



Fuente: Dirección Forestal - MGAP

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

4.2.1.3 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[13]. 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^3 implica más de 250 mil camiones.

[13]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.

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

4.2.2 Mercados y Comercio Exterior

Las exportaciones de productos forestales alcanzaron los US$ 1,777 millones en 2017, transformándose en el primer rubro exportable, y representaron el 24% del total de las exportaciones agroindustriales. Las exportaciones de pasta de celulosa explican el 74% del valor de las exportaciones. Vale indicar que las exportaciones de productos forestales tienen deducida las exportaciones de madera en rollo y chips de madera con destino a zona franca para la elaboración de pulpa de celulosa para evitar que se contabilicen doble.

Intercambio comercial de los productos derivados del sector forestal

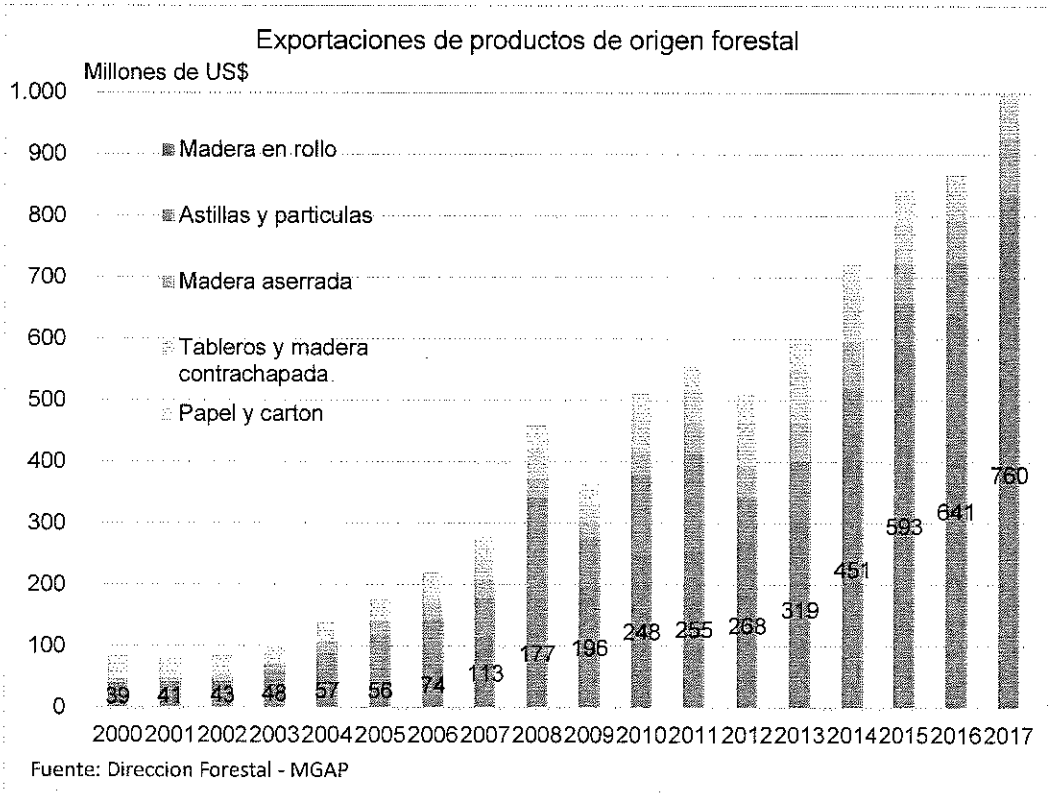


Fuente: Direccion Forestal -

Las exportaciones de los otros productos derivados del sector forestal han crecido *pari passu* con las exportaciones de celulosa. Este grupo está compuesto por madera en rollo (i.e. troncos), astillas y partículas (chips de madera), madera aserrada, tableros y madera contrachapada, y papel y cartón. Entre 2007 y 2017 las exportaciones de este grupo de productos casi se triplicaron, pasando de US$ 309 millones a US$ 1000 millones. Las exportaciones de madera en rollo han mantenido una participación mayoritaria en las exportaciones. Entre 2000 y 2007 representaron en promedio el 40% de las exportaciones. A partir del 2007 su participación ha sido creciente, situándose en 76% en el 2017. Entre 2007 y 2017, las exportaciones de madera en rollo crecieron al 18% acumulativo anual, pasando de US$ 177 millones a US$ 759 millones. Este crecimiento está, en gran parte, explicado por el aumento de las exportaciones de madera en rollo a zona franca para la producción de celulosa y en 2017 por la expansión de las exportaciones de rolos de pino a China. En el 2007, el 20% de las exportaciones de madera en rollo correspondía a exportaciones a zona franca para la producción de celulosa; en 2008 el 80% y en 2017 el 96%.

Entre 2007 y 2017, las exportaciones de madera aserrada crecieron a una tasa del 12 % acumulativo anual, mientras que las exportaciones de tableros y madera contrachapada aumentaron a una tasa del 5% acumulativo anual.

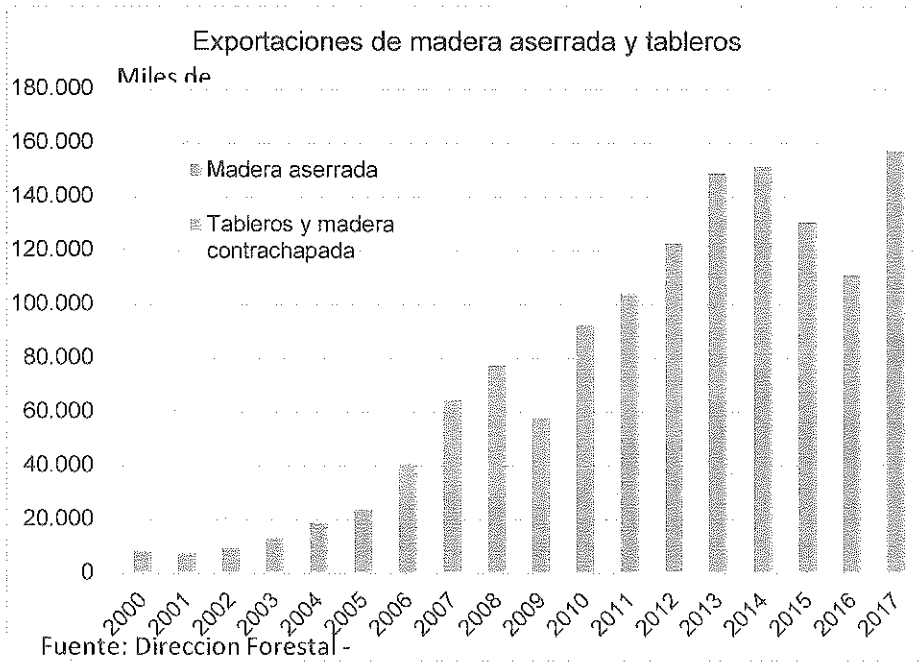
Exportaciones de productos primarios del sector forestal.



Fuente: Direccion Forestal - MGAP

Las exportaciones de productos de valor agregado, madera aserrada y tableros, aumentaron de US$ 77 millones en 2008 a US$ 150 millones en 2014, para luego ceder en el 2015 y 2016 y recuperarse en 2017 superando los US$ 157 millones.

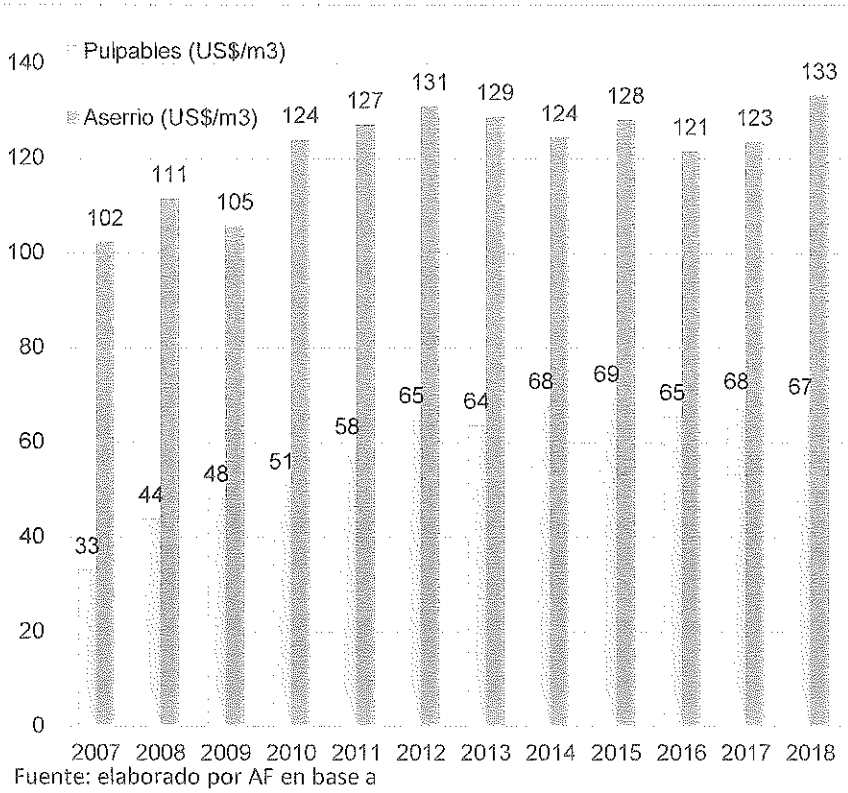
Valor de las exportaciones de madera aserrada y tableros.



Fuente: Direccion Forestal -

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

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

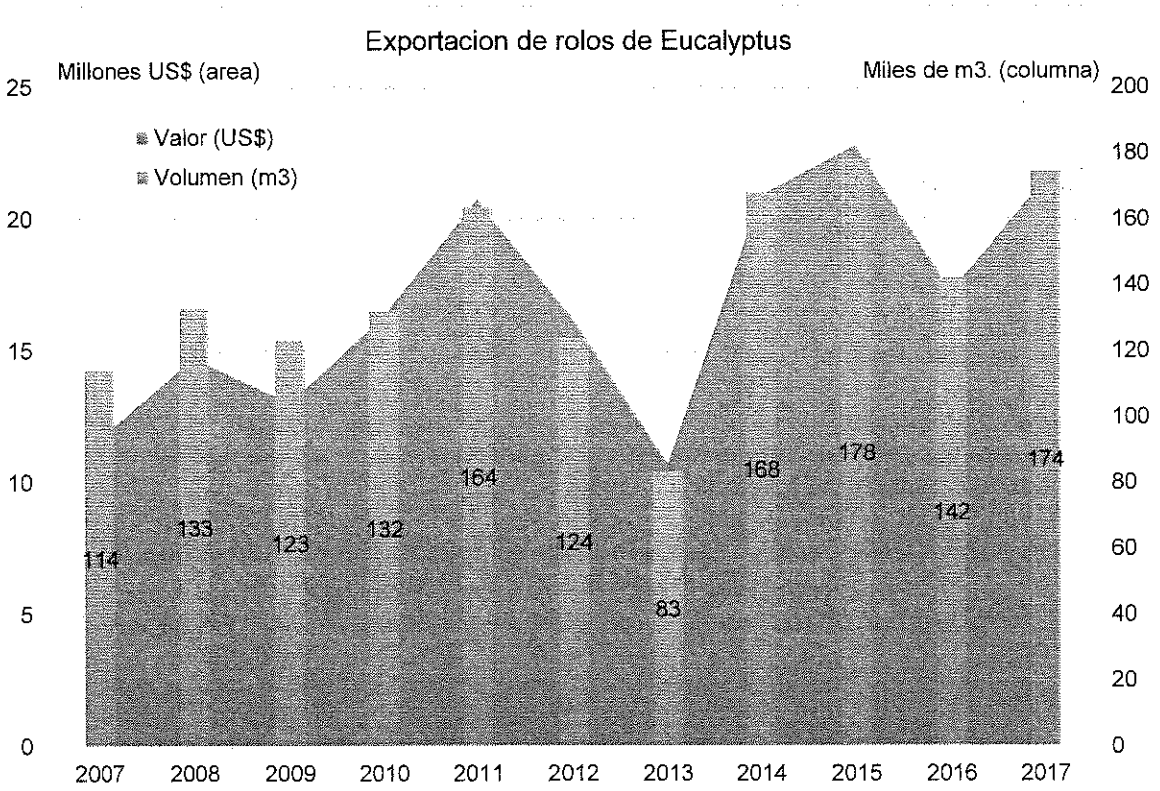


Fuente: elaborado por AF en base a

Más del 90% de la exportación de madera en rollo de Eucalyptus (rolos de Eucalyptus) tiene como destino las Zonas Francas, es decir que su destino final es la producción de pulpa de celulosa. El precio de los rolos con destino a la producción de pulpa se ha incrementado a una tasa del 6.3% acumulativo anual durante el periodo 2007/2017.

El volumen exportado de rollizos aserrables de Eucalyptus se recupera en el último año y alcanza las 174 mil m3, por un valor superior a los US$ 20 millones. Vietnam y China son los principales mercados para este producto seguidos de India y Filipinas con creciente participación.

Exportación de rolos de Eucalyptus

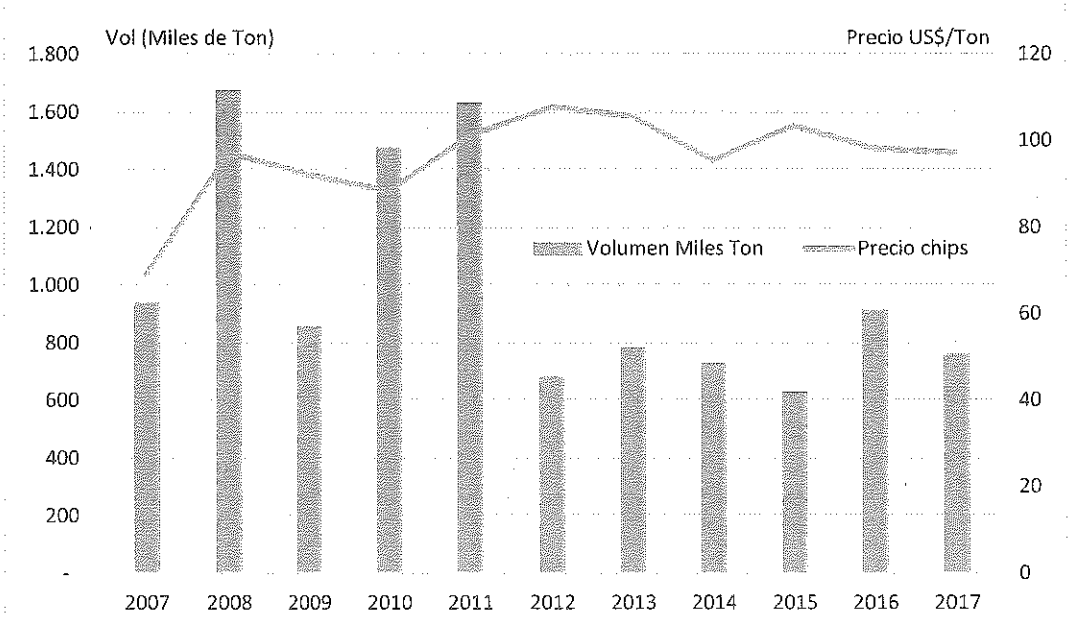


Fuente: elaborado por AF en base a URUNET

Las exportaciones de chips y astillas se consolidan sobre mediados del 2000. Entre los años 2005 a 2007 se exportaron un promedio de 850 mil toneladas, siendo España el principal destino de las mismas, seguido de Japón. En los años siguientes, 2008 a 2011, las exportaciones muestran cierta volatilidad registrándose picos de 1.6 millones de toneladas que se explican por el ingreso de nuevos países. Para el 2012 las exportaciones de chips y astillas caen a las 700 mil toneladas y se mantienen en niveles similares hasta la fecha. Desde 2008, Portugal ha incrementado sistemáticamente su participación como destino de las exportaciones de chips y astillas, explicando en 2015 el 87% de las mismas. Las zonas francas en Uruguay fueron el destino del 13% de las exportaciones de chips en el 2017, siendo este el valor máximo del periodo 2007-2017.

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

Volumen y precio promedio de exportación de chips y astillas de Eucalyptus (US$/ton, FOB o pie de planta)



Fuente: Elaborado por AF en base a URUNET

Las exportaciones de madera aserrada han mantenido un crecimiento sostenido desde el año 2000. En 2017 se registra el máximo de la serie con US$ 92 millones. Se constata una creciente participación de la madera de no-coníferas, i.e. Eucalyptus, en las exportaciones.

Los principales mercados para la madera aserrada de Eucalyptus son Sudáfrica, Estados Unidos, Gran Bretaña, Holanda y Francia, en este orden. Entre los cinco explicaron el 93% de las exportaciones de madera aserrada de Eucalyptus en los últimos tres años. Para la madera aserrada de pino, el principal mercado en China que explica el 90% de las exportaciones en 2017. El aumento de las exportaciones a China en 2017 llevo a equiparar la participación de las dos especies en el total de exportaciones.

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

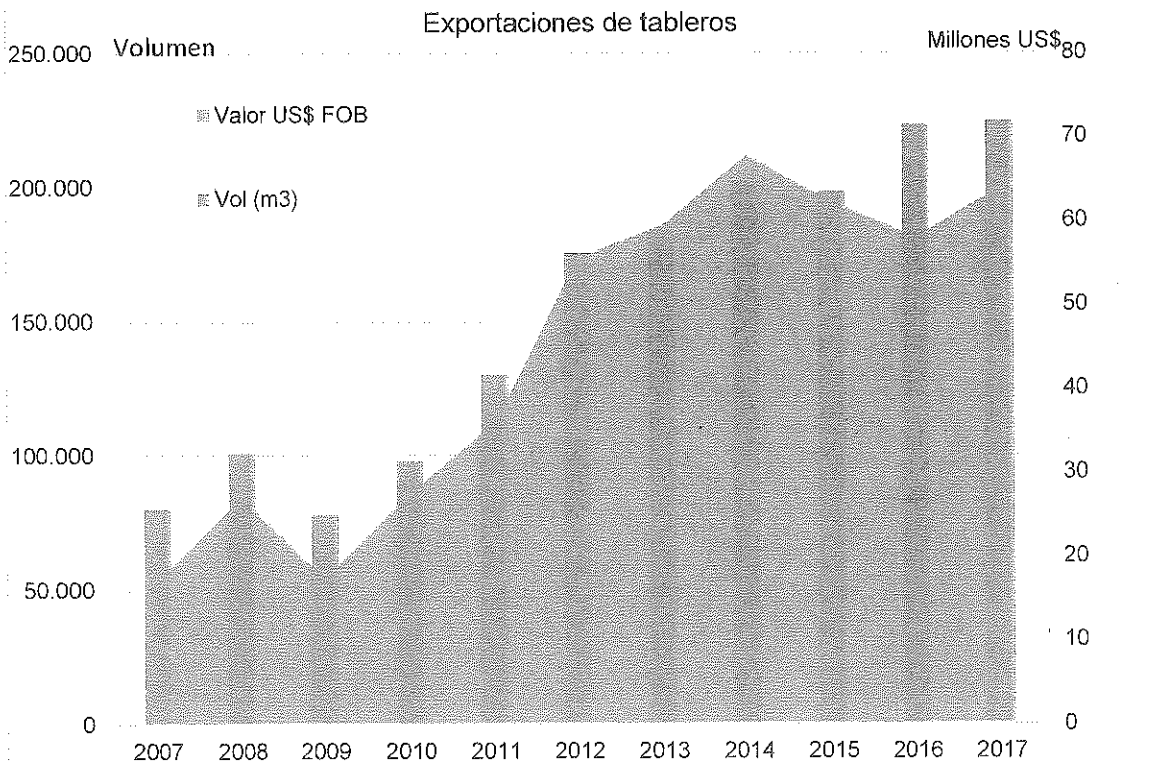


Fuente: Direccion Forestal- MGAP

La exportación de tableros de madera contrachapada ha mantenido un sostenido crecimiento durante el periodo, alcanzando a los 224 mil m3 y US$ 59 millones en 2017, y marcando una recuperación respecto de la ciada del 2016.

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

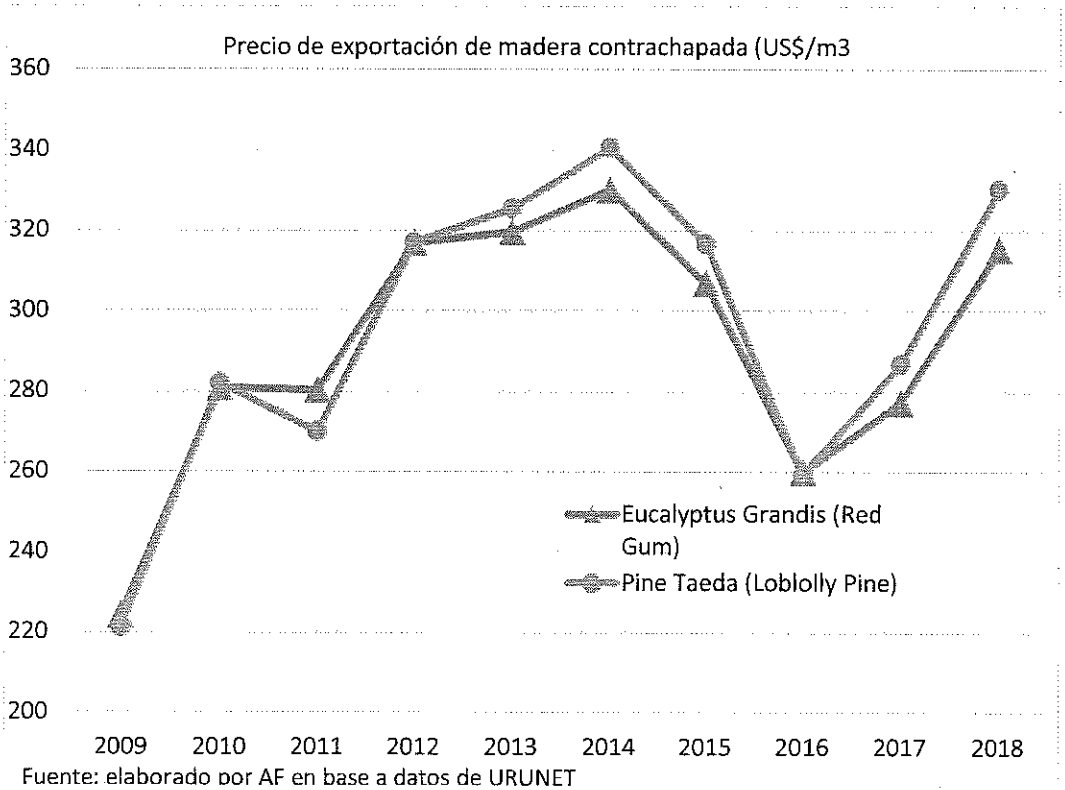
Exportación de madera contrachapada (Volumen y valor)



Fuente: elaborado por AF en base a datos de URUNET

Los precios de exportación de la madera contrachapada han mantenido una tendencia creciente, más allá de algunas oscilaciones. A lo largo del periodo no existe una diferencia de precio significativa entre los tableros de base eucalyptus y base pino. El precio de los tableros de base pino ha crecido al 5.2% acumulativo anual y los de base eucalyptus a una tasa del 4.7 acumulativo anual durante el periodo. El precio más alto, US$ 334/m3, se registra en el 2014. En el 2015, el precio de exportación de los tableros de base pino se ubicó en US$ 322/m3 mientras que los de base Eucalyptus retrocedieron a US$ 308/m3. Luego de sufrir una caída adicional en 2016, se produce en para ambos productos una fuerte recuperación que en 2017 lleva los precios a niveles casi similares a los de 2014.

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



Fuente: elaborado por AF en base a datos de URUNET

4.2.3 Tendencias y proyecciones

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

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

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

China e India continuarán dominando el crecimiento en las importaciones de productos forestales. Según RISI[14], las importaciones de rolos de madera de China han superado los

[14]http://www.risiinfo.com

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

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

Mecanismos de mercado como las certificaciones continuaran 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 for the Forest Certification Schemes (PEFC)[15]. En 2006 la cuarta parte de los rollizos comercializados eran de montes certificados FSC, y se estima que casi la mitad del comercio mundial de este producto a fines de la próxima década provendrá de bosques certificados. Buena parte de la expansión en estos esquemas dependerá de cómo lo vean los consumidores de India y China. Estos sistemas fueron inicialmente para promover el manejo sustentable de bosques tropicales, pero fue adoptado principalmente en Europa y Norteamérica.

En lo que respecta a los avances tecnológicos, hay dos áreas[16] de especial relevancia para el desarrollo futuro: 1) manejo del bosque y de los recursos para la producción y servicios ambientales 2) cosecha, transporte y procesamiento de madera. En estas áreas los objetivos del desarrollo tienden: a reducir costos y aumentar productividad, al desarrollo de nuevos productos y servicios, a conservar recursos y reducir impactos ambientales y a aumentar la eficiencia energética. En todos esos campos, la biotecnología, la nanotecnología y las tecnologías de la información continuaran 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.

4.2.4 El mercado de tierras forestales en Uruguay

El mercado de tierras estuvo muy activo durante los años 2003 a 2008 cuando se transaron un promedio de 761 mil hectáreas por año. Entre 2009 y 2013 se negociaron una media de 335 mil hectáreas por año, valor significativamente menor al registrado los seis años

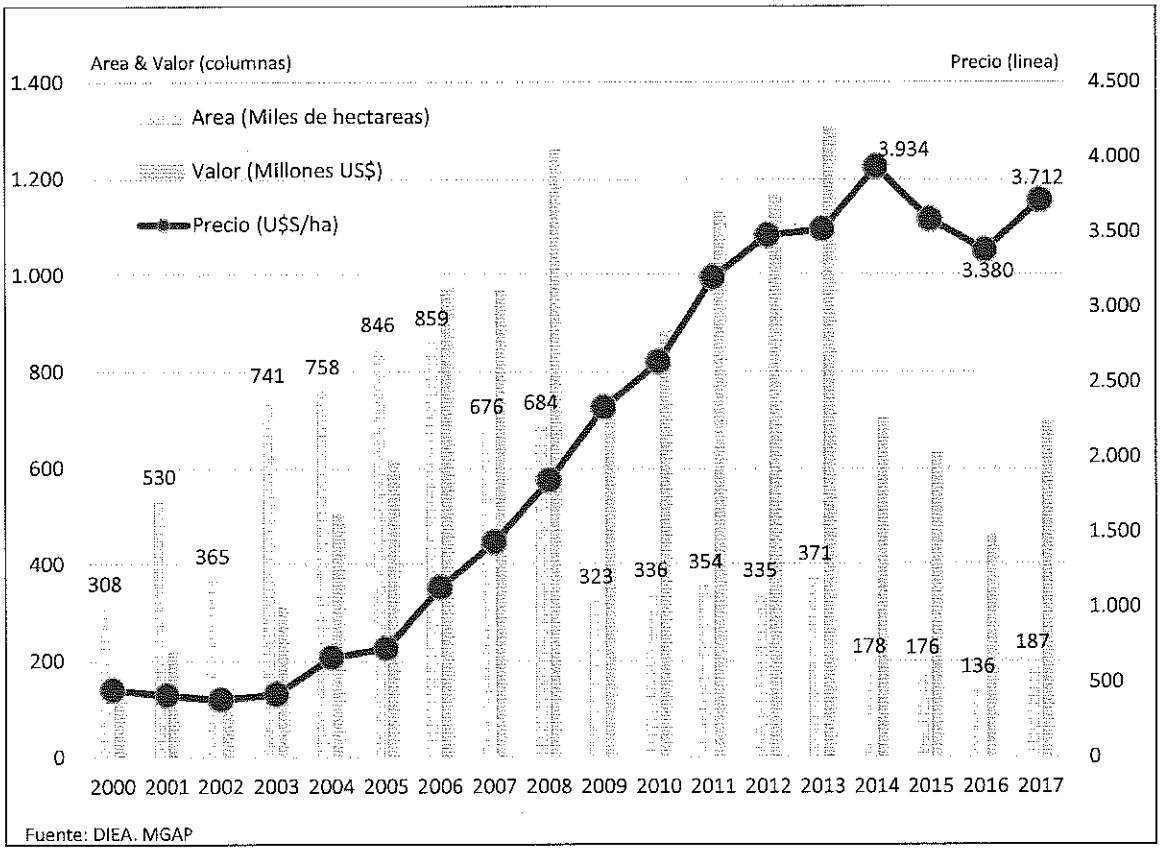
[15]www.fsc.org y www.pefc.org

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

anteriores y similar al registrado en los primeros años del 2000. Finalmente en los últimos cuatro años (2014-2017) se registra una fuerte caída en la superficie transada que promedia las 169 mil hectáreas por año.

El precio promedio registró un constante incremento, pasando de US$ 448 la hectárea en 2000 a un máximo de US$ 3.934 en 2014. En 2016 el precio descendió a US$ 3,380 por hectárea y se recompuso al año siguiente alcanzando los US$ 3,712 por hectárea. En términos nominales el precio de la tierra se multiplico por 8 en el periodo considerado.

Área, valor y precio de las transacciones de tierras 2000-2017 (Miles de hectáreas, Millones de US$, US$/hectárea)



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

Precio de la tierra según uso productivo, 2000-2017 (US$/hectárea)

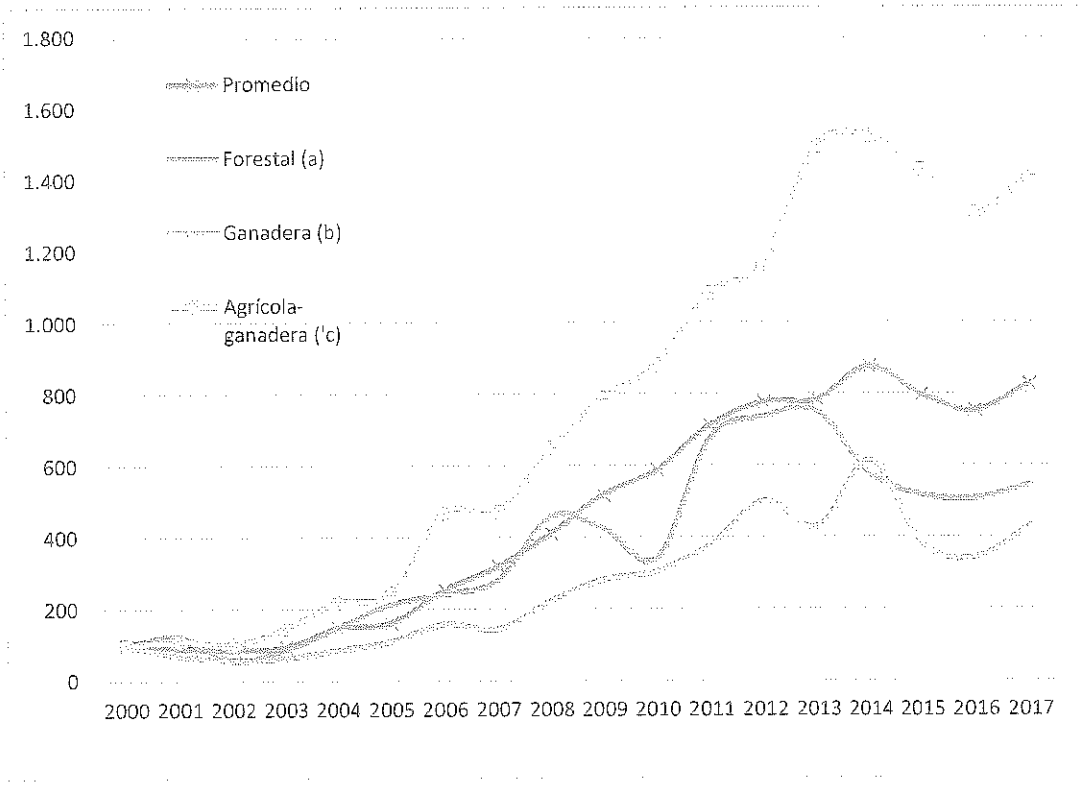
	Promedio	Forestal (a)	Ganadera (b)	Agrícola - Ganadera (c)
2000	448	399	443	440
2001	413	488	310	489
2002	385	226	260	445
2003	420	344	280	650

2004	664	586	380	962
2005	725	849	485	1,073
2006	1,132	967	700	2,063
2007	1,432	1,123	639	2,080
2008	1,844	1,832	992	2,863
2009	2,329	1,700	1,250	3,477
2010	2,633	1,364	1,354	3,882
2011	3,196	2,705	1,684	4,772
2012	3,487	2,941	2,222	5,125
2013	3,519	3,000	1,904	6,565
2014	3,934	2,309	2,720	6,695
2015	3,584	2,071	1,697	6,287
2016	3,380	2,028	1,521	5,746
2017	3,712	2,177	1,910	6,212
Multiplicador	8.3x	5.4x	4.3x	14.1x
Crecimiento Acumulativo Anual	15.93%	13.31%	13.43%	18.22%

Fuente: DIEA-MGAP

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

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



5 PLAN DE NEGOCIO DEL PROYECTO

5.1 CARACTERIZACIÓN DEL PROYECTO A ADQUIRIR

El objetivo general del presente Fideicomiso es desarrollar en forma sustentable un proyecto para la explotación sostenible de bosques de Eucalyptus y Pinos, certificadas con la norma FSC O PEFC, para comercializar su madera en el mercado uruguayo e internacional, aprovechando las ventajas comparativas de la silvicultura en la región.

Se trata de estructurar una opción atractiva de inversión a largo plazo respaldada por un activo tangible que aumenta de valor y desarrollada mediante un plan forestal gestionado.
El proyecto se basa en la adquisición y/o arrendamiento de campos mayoritariamente forestados o a forestar. Se estima que con el monto de la emisión establecida será posible adquirir y/o arrendar una superficie aproximada de 60,000 hectáreas de las cuales el 60% a 65% se encuentren forestadas con alguna de las especies comerciales de mayor implantación en el Uruguay, a saber Eucalyptus sp. y Pino sp. Idealmente las plantaciones deberían encontrarse a mitad de su ciclo productivo.

La ubicación preferente de las plantaciones es en la zona centro-este del país: Cerro Largo, Treinta y Tres, Tacuarembó, Rivera y eventualmente Durazno por ser una zona de gran potencial para la explotación forestal.

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

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

5.2 GENERALIDADES DEL PROYECTO EN ESTUDIO

Al momento de la presentación de este documento se está completando el due diligence de un activo forestal compuesto por 60,094 hectáreas, 55,478 hectáreas en propiedad y los derechos de explotación forestal y los bosques implantados en 4,616 hectáreas arrendadas. Las plantaciones ocupan 37,662 hectáreas de las cuales 22,842 hectáreas corresponden a Eucalyptus y 14,820 hectáreas a Pino, lo cual arroja un aprovechamiento del 63%.

De este patrimonio forestal se proyecta una cosecha total de unos 18 millones de m3 de madera de Eucalyptus para aserrío y pulpa a lo largo de los 20 años de vida del proyecto. Las áreas cosechadas serán replantadas con Eucalyptus sp orientado a la producción de madera para aserrío libre de nudos y en las zonas que productivamente no sea esta la mejor opción se plantarán especies de Eucalyptus con destino a la producción de pulpa de celulosa.

Asimismo, se estima una cosecha final (tala rasa) de unos 5 millones de m3 de madera de Pino, de los cuales el 75% corresponderá a madera para aserrío. La cosecha final del Pino tendrá lugar sobre el estadio medio de vida del proyecto. A medida que se registren las cosechas se establecerá una plantación eficiente y de alta calidad de las especies Eucalyptus Grandis (60% aproximadamente) y Eucalyptus Dunnii (40% aproximadamente). Con la plantación de las dos especies se busca: a) diversificación biológica, especies con diferentes curvas de crecimiento y por tanto distinta susceptibilidad a enfermedades, pestes, etc. y b) diversificación comercial, la venta de madera y el margen está dividido casi en iguales proporciones en los dos destinos de la madera, i.e. aserrío y celulosa.

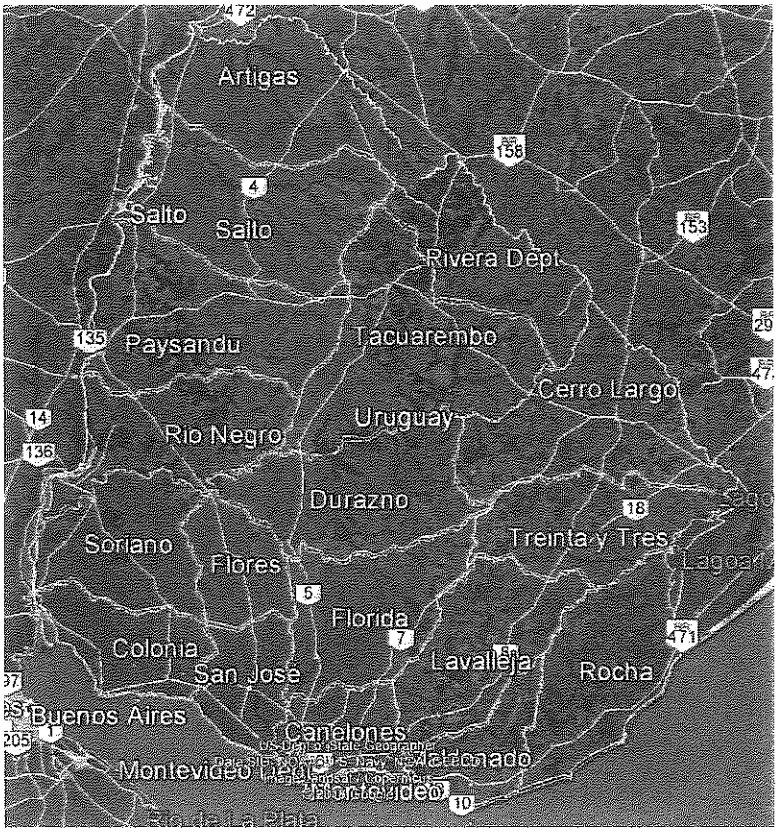
Uso de la tierra (hectáreas)	En propiedad	Arrendada	Total
Total	55,478.4	4,616	**60,094**
Plantado	34,472.1	3,796	**38,268**
Otros usos (*)	21,006.3	820	**21,826**

(*) Pastoreo, camineria, infraestructura, etc

Los ingresos del proyecto provienen de la venta de madera, venta de la tierra y bosques en pie al final del proyecto, ingresos por pastoreo, e ingresos por venta de certificados de carbono. La facturación estimada durante el ciclo del proyecto es de US$ 1,939 millones. El 72% de las ventas totales del proyecto corresponden a la venta de madera.

5.2.1 UBICACIÓN DEL PROYECTO

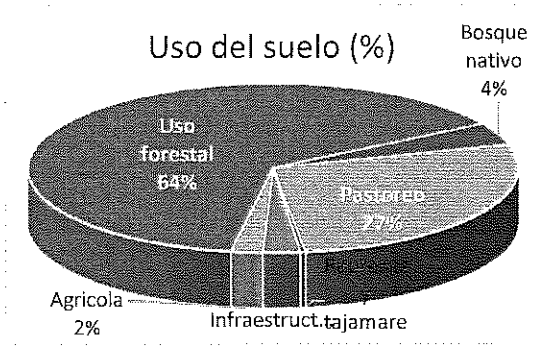
La ubicación del proyecto es en la zona centro-este del país: Cerro Largo, Treinta y Tres, Tacuarembó, Rivera y Durazno.





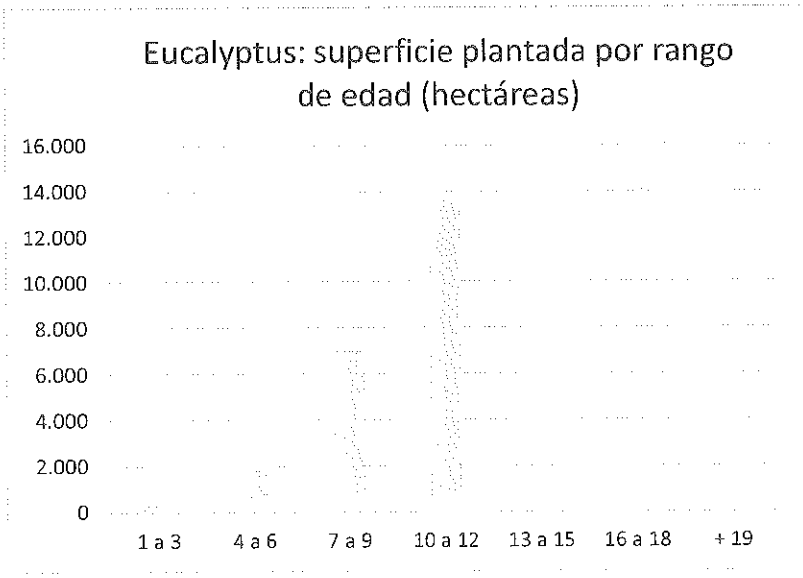
5.2.2 USO DE LA TIERRA

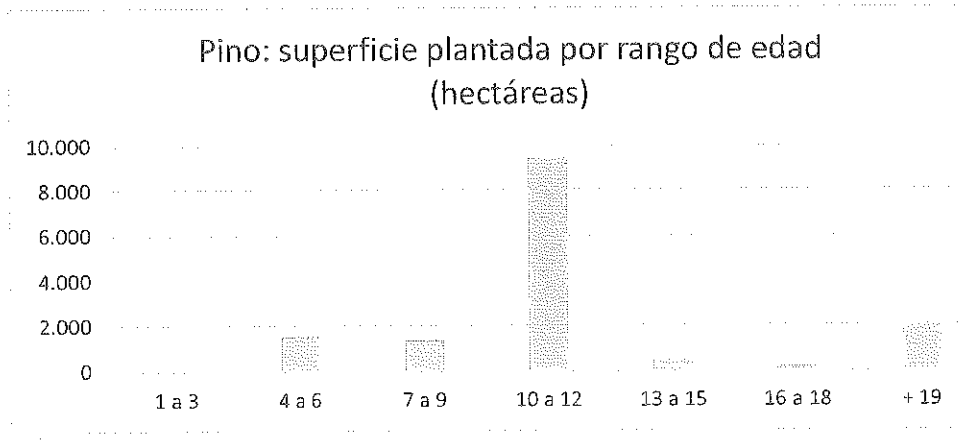
PROPIA	Área (hectáreas)
Uso forestal	35,252
Bosque nativo	2,366
Pastoreo	15,164
Represas y tajamares	194
Infraestructura	1,346
Agrícola	1,156
Total	**55,478**



5.2.3 ESPECIES PLANTADAS y DISTRIBUCION DE EDADES

Distribución por especie y edad de los bosques en el proyecto a estudio (Fideicomiso Bosques del Uruguay 4)





5.2.4 MANEJO SILVICULTURAL, CRECIMIENTO y PRODUCCION ESTIMADOS

Eucalyptus

- La plantación fue realizada con una densidad de 1,250 plantas por hectárea.
- El crecimiento esperado para el Eucalyptus Globulus es de 7 a 14 m3/ha/año.
- El crecimiento esperado para el Eucalyptus Dunii y Eucalyptus Maideni es de 22 a 27 m3/ha/año.
- La cosecha final de ambos se realiza a los 9 a 10 años de plantado

Pino

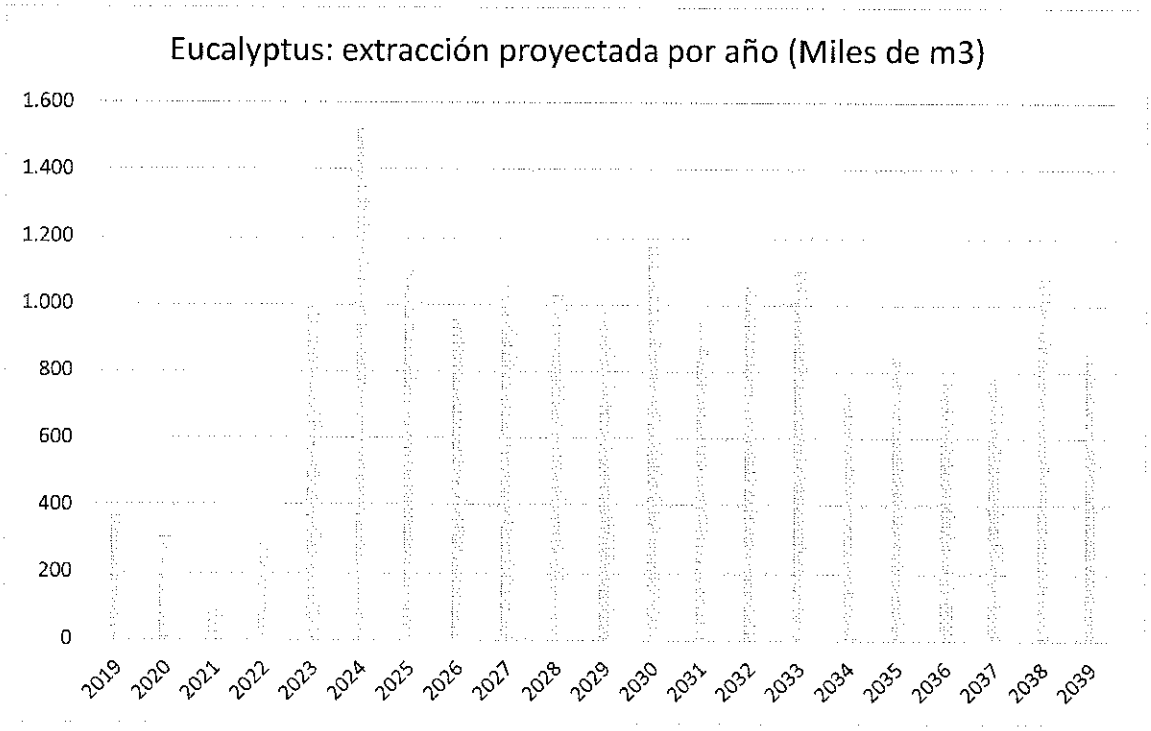
- La plantación fue realizada con una densidad inicial de 1,000 plantas por hectárea.
- El objetivo es llegar a una densidad final de 350 plantas por hectárea al momento de la tala rasa.
- A los 5/6 años se realiza un raleo a desecho, quedando la plantación con una densidad de 600 plantas por hectárea.
- A los 12 años se realiza un raleo comercial y se baja la densidad a 350 plantas por hectárea. Este raleo tendrá una producción estimada de 50 a 70 m3 por hectárea.

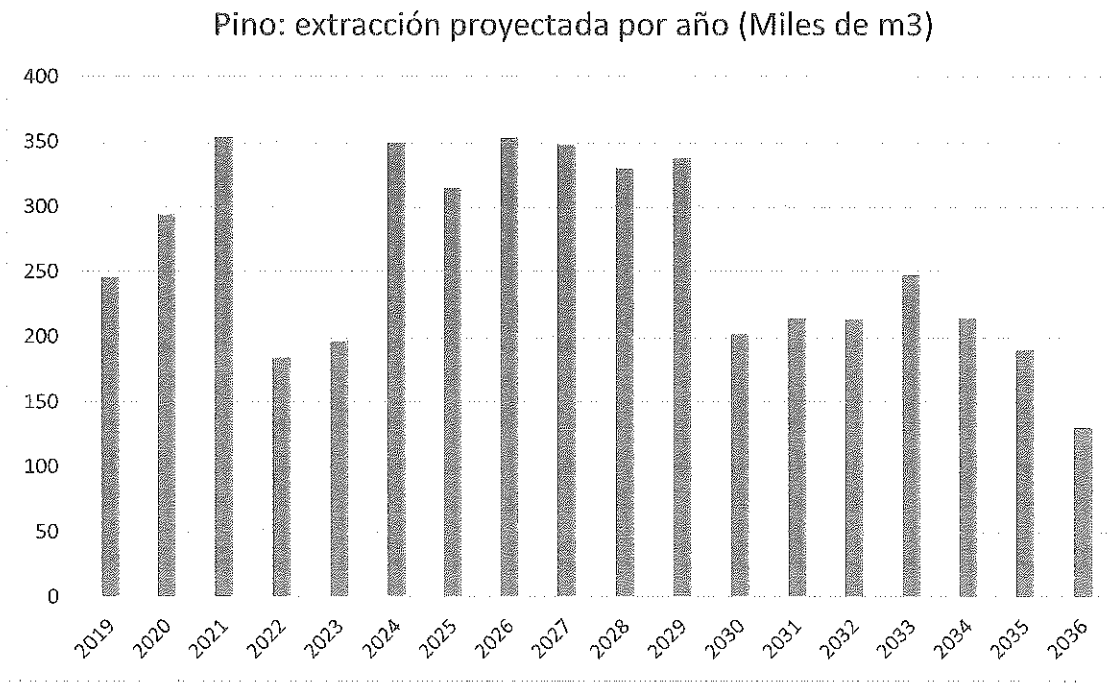
- El crecimiento esperado para el Pino es de 16 a 19 m3/ha/año.
- La cosecha final se realiza entre los 20 y 22 años de plantado.
- Se estima que al final del turno la producción será de 315 a 370 m3 por hectárea.

5.2.5 FLUJO ESPERADO DE EXTRACCION DE MADERA

Durante el ciclo del proyecto se estima una producción de 23 millones de m^3, a saber:

- 18 millones de m^3 de Eucalyptus con destino a aserrío y pulpa
- 5 millones de m3 de Pino con destino a aserrío





5.2.6 CARACTERIZACIÓN DE LAS ESPECIES DEL PROYECTO

Eucalyptus grandis

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

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

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

Eucalyptus dunnii

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

Pino Taeda

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

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

5.3 PRODUCCIÓN Y CICLO DE VIDA DE LA PLANTACIÓN

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

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

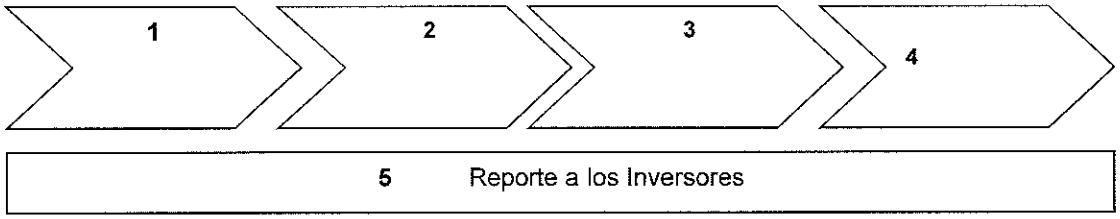
En el caso del proyecto en estudio las plantaciones se encuentran en distintas etapas de su ciclo productivo.

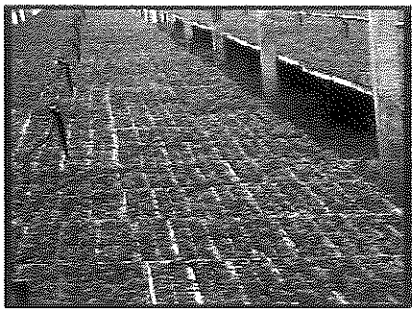
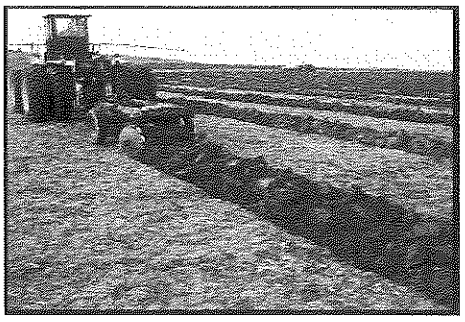
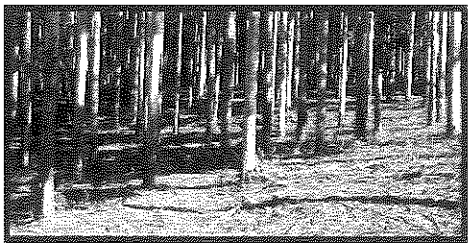
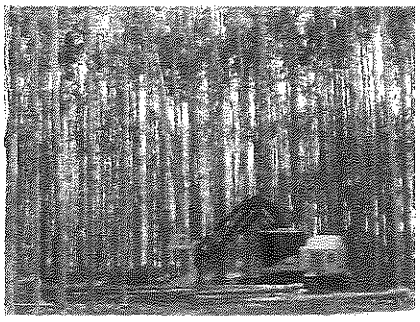
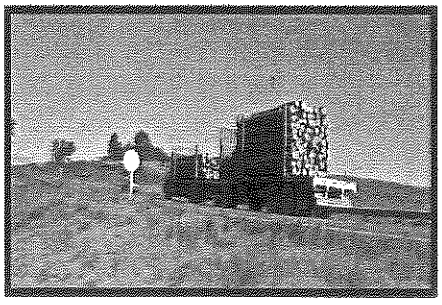
El manejo de las distintas especies plantaciones es diferente, comenzando con la elección de los suelos, hasta las técnicas de manejo y silvicultura, selección de material genético, cuidado de la plantación y trabajos de podas.

El proyecto prevé una cosecha de 23 millones de m3 de madera en total, de los cuales el 66% es con destino a aserrío. Esta madera provendrá de las cosechas finales de Pino y E. Grandis. La madera para pulpa provendrá de los raleos de E. Grandis y de la tala rasa de los montes de E. Dunnii.

A continuación, se describen las principales fases del proyecto.

Flujo de actividades físicas del proyecto



Año 0 y 1		
	Deben seleccionarse los lugares, esto implica identificar y adquirir aquellos con suelos apropiados, topografía, ubicación, etc. Se prepararán los plantines en vivero para luego plantarlos en el campo, se aplicarán los herbicidas y se hará la plantación y fertilización.	
Año 2		
	Se realizan aplicaciones de control de malezas y de hormigas. Raleo a desecho y primer poda.	
Año 3 a 14		
	La tasa de crecimiento aumenta, y se llevan adelante actividades de control y mantenimiento forestal. En estos años se realiza los raleos a desecho en Pino (año 7) También durante estos años se realizan las podas con el objetivo de obtener trozas de 11 mts libre de nudos en Eucalyptus. En el caso del Eucalyptus Grandis se realizan raleos en el año 7 y año 11. El raleo de Pino se realiza en el año 12.	
Año 9, 18 y 20 a 22		

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

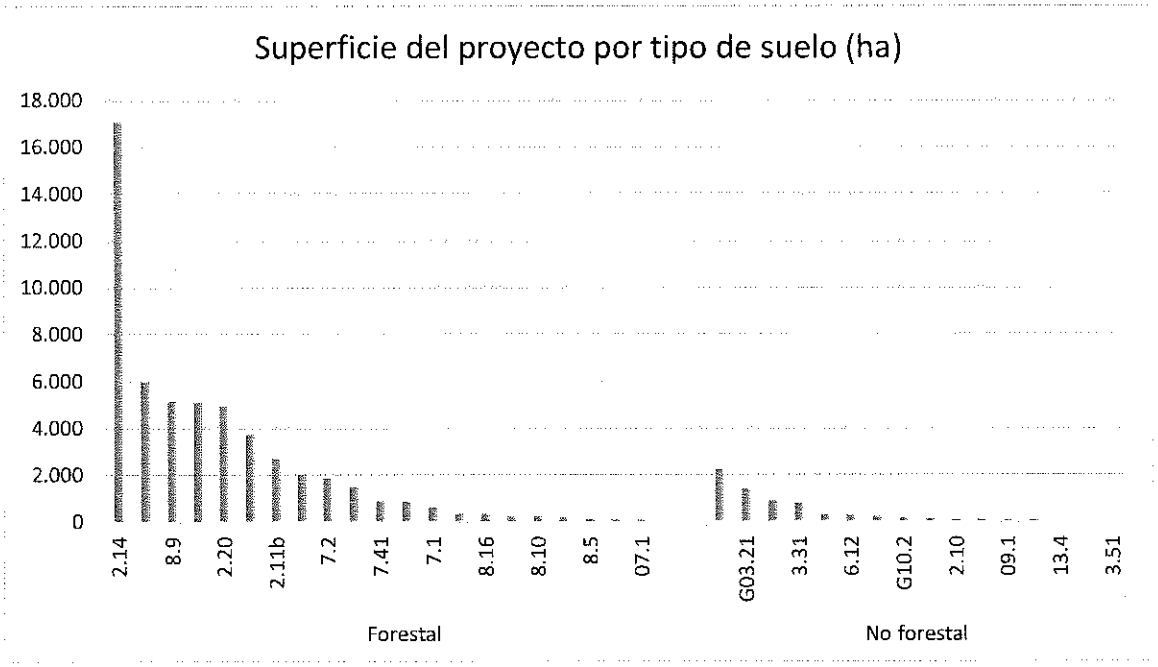
5.4. SELECCIÓN DE LOS INMUEBLES RURALES

El proyecto en estudio está ubicado en la zona centro-este del país: Cerro Largo, Treinta y Tres, Tacuarembó, Rivera y Durazno.

En términos generales los accesos y caminos internos para circulación son buenos y el porcentaje de aprovechamiento es del 65%.

Un 66% de la superficie está compuesto por suelos de prioridad forestal Grupo 2 y un 15% por suelos de prioridad forestal Grupo 8. El resto corresponde a suelos de prioridad forestal Grupo 7. La calidad de los suelos en general es buena, con profundidades adecuadas para el crecimiento de los árboles.

- **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 está 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.



5.5 PLANTACIÓN

La plantación se hará en los meses de primavera u otoño por un equipo dirigido por el Administrador. La densidad de plantación será de 1,333; 1,000 y 1,250 árboles por hectárea

para E. Dunnii, E. Grandis y P. Taeda respectivamente. El E. Grandis hibrido y el E. Grandis clonal se plantan a una densidad de 650 plantas por hectárea.

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

Los costos de plantación proyectados fueron de US$ 1.498 y US$ 1.538 por hectárea para E. Grandis y E. Dunnii respectivamente. Para el Pino se estima un costo de implantación de US$ 1,421.

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

	E. Grandis	E. Dunnii	Pino
Laboreos	425	425	378
Herbicidas y Hormiguicida	637	637	637
Fertilizantes	44	51	39
Plantines	205	238	180
Otros	188	188	188
Total	**1,498**	**1,538**	**1,421**

5.6 CRECIMIENTO

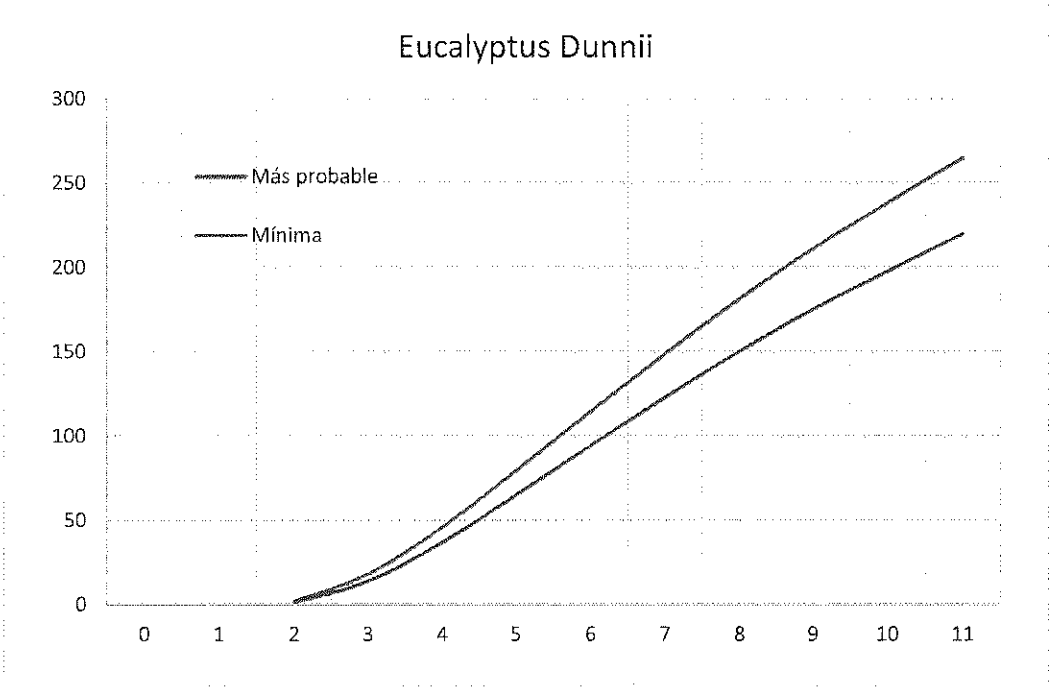
Se han modelado curvas de crecimiento para ambas especies según diferentes Incrementos Medios Anuales (IMAs). En la tabla a continuación, se muestra los volúmenes recuperables por año utilizados para evaluar el modelo.

	Grandis	Grandis	Dunnii	Dunnii	Pino taeda	Pino taeda	Pino elliottii	Pino elliottii
Edad	Más probable	Mínima	Más probable	Mínima	Más probable	Mínima	Más probable	Mínima
0								
1								
2			2	1				
3			18	14				
4			46	37				
5	104	74	79	65				
6	145	104	114	94				
7	199	142	149	123	24	20	19	16
8	153	110	181	150	65	54	52	43
9	211	151	211	175	101	84	81	68
10	258	184	238	197	133	111	106	89
11	296	219	265	220	162	136	130	109
12	259	173	292	242	189	158	151	127
13	327	218	319	265	213	179	171	143
14	376	251	346	287	236	198	189	159
15	426	284	372	309	257	215	206	173
16	482	318			277	232	221	186

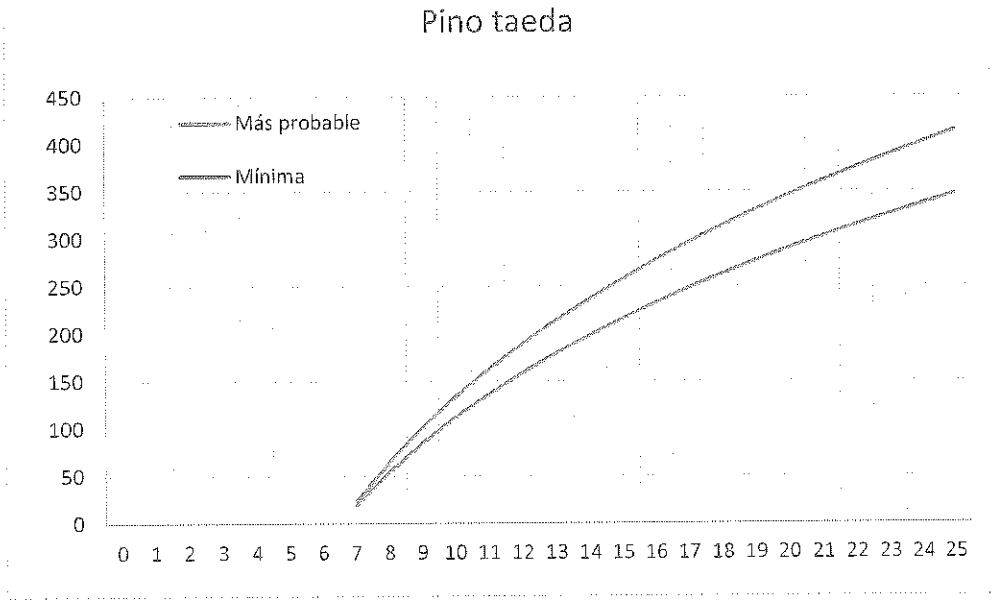
17	522	355			295	247	236	198
18	558	393			313	262	250	210
19	598	434			329	276	263	221
20	629	475			345	289	276	232
21	664	516			360	301	288	242
22	694	546			374	313	299	251
23	726	576			388	325	310	261
24	752	606			401	336	320	269
25	778	636			413	346	330	278
1er raleo grandis - edad 8	80	80						
2do raleo grandis - edad 11	40	40						
1er raleo taeda - edad 13	-				70	70	70	70
Cosecha final	629	475	238	197	345	289	276	232
Producción total	**749**	**595**	**238**	**197**	**415**	**359**	**346**	**302**

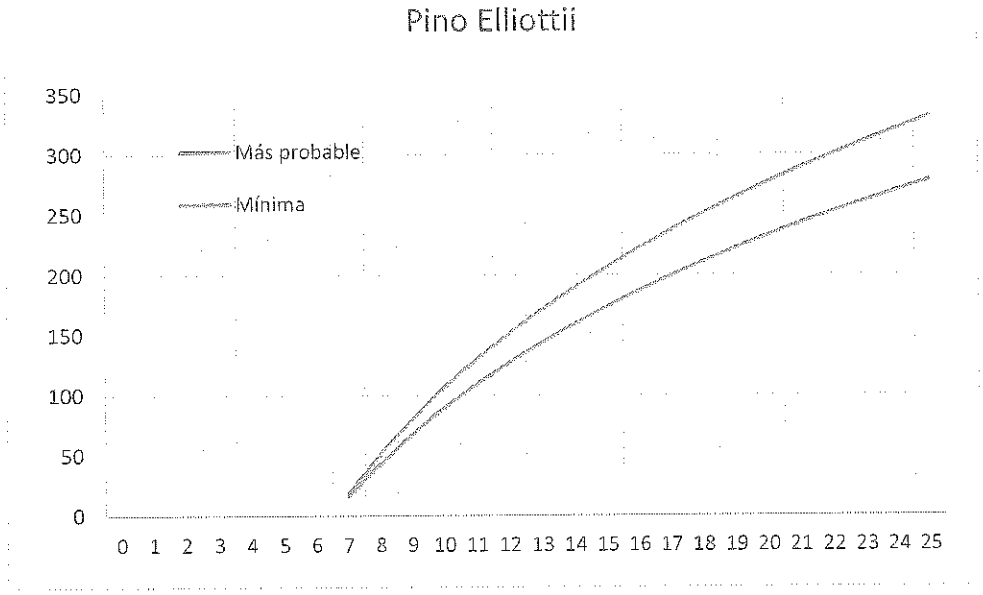
En el E. Grandis y el Pino el objetivo es lograr madera sin defectos, sin nudos, con lo cual los raleos dejarán los mejores árboles, i.e. mayor diámetro, para el turno final. Se hará en este caso una silvicultura intensiva.

E. Dunnii: evolución del volumen por hectárea por edad según IMA más probable

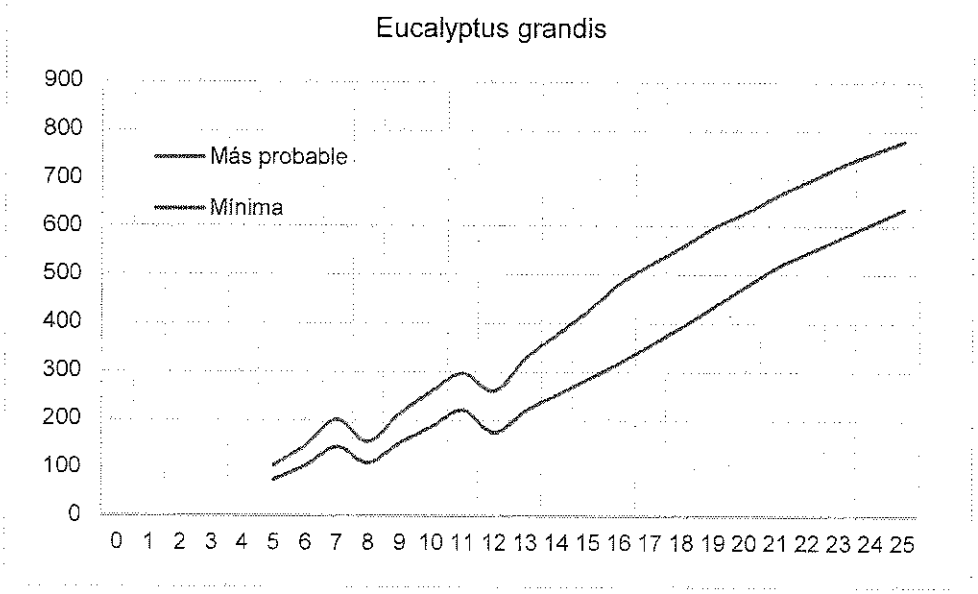


Pino: evolución del volumen por hectárea por edad según IMA más probable





E. Grandis: evolución del volumen por hectárea por edad según IMA más probable



5.7 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	Pino
1	Control Malezas y hormigas	Control Malezas y hormigas	Control Malezas y hormigas
2		Raleo desecho,	
3		Poda Nº 1 hasta 3m (550 árboles<)– y control de tocones	Control Malezas y hormigas
4		Poda Nº 2 hasta 6.0 m – 350 arb/ha	
5			Raleo desecho,
7		Poda Nº 3 - 9 m – 350 arb/ha	Poda Nº 1 hasta 2,5 m (550 árboles<)
9		Poda Nº 4 hasta 11m - 250 arb/ha (incluye marcación) solo mejores sitios	Poda Nº 2 hasta 4,0 m – 550 arb/ha
10			Poda Nº 3 hasta 6.0 m – 350 arb/ha

12		Control Tocones + Inv. Precosecha.	
14	Inventario Precosecha + Control de Hormigas 1ER		
18	Manejo de rebrotes + Control de Malezas		
20		Control Tocones + Inv. Precosecha.	

5.8 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, 8 y 13). En el raleo del E. Grandis en el año 8 toda la producción es para pulpa. En el raleo del año 13, aproximadamente un 40% de la producción es madera para aserrío y el 60% restante es para pulpa.

Para el Pino se realizarán un raleo en el año 13. La madera producida se destinará a aserrío.

5.9 COSECHA FINAL

La cosecha o tala final es al año 10 en el caso del E. dunnii y al año 20 para el E. Grandis. Considerando los IMAs del proyecto se estima un volumen de cosecha final 238 m^3 para el primero y de 475 a 629 m^3 para el segundo según la zona donde se encuentre la plantación.

En el caso del Pino la cosecha final se realizará en el año 20 a 22. Se estima un volumen de 229 m3 a 313 m^3 a cosecha final.

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

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

5.10 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. Dicho reporte incluirá información sobre: cálculo de la TIR desde la creación del Fideicomiso

hasta el año correspondiente, riesgos de tipo de cambio, apalancamiento, cambios en condiciones de salida de inversiones, estrategia y eventos ocurridos en la operativa del Fidecomiso durante el transcurso del año que pudieran tener un considerable impacto reputacional, medioambiental o social que afecte el Plan de Negocios.

5.11 ESTÁNDARES DE PROCESO

El Fideicomiso Bosques del Uruguay 4 operará siguiendo un Sistema de Gestión aplicado por el Administrador (certificado con las normas ISO 9001), con el cual se siguen procedimientos y manuales de trabajo. Asimismo, se buscará la certificación de los bosques con la norma Forest Stewarship Council (FSC) O Programme for the Endorsement of Forest Certification (PEFC).

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

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.

5.12 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

5.12.1 Selección de Proveedores

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

- Disponibilidad de maquinaria para el trabajo en cuestión.
- Estado de maquinaria (es recomendable inspeccionarla directamente).
- Referencias de otros lugares donde trabajó y que en lo posible sea más de uno (llamar a esos lugares).

- Situación financiera (deudas anteriores, tipo de tenencia de la maquinaria, si realiza otros trabajos fuera del que va a hacer para el Administrador).
- Entrevista con más de un miembro del Administrador (ejemplo: Gerente Operaciones, Gerente General o Dirección)
- Compromisos actuales del contratista (qué otros trabajos están haciendo o ya se comprometió a hacer).

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

5.12.2 Evaluación de Proveedores

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

Además, se tendrá en cuenta para estos proveedores:

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

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

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

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

5.12.3 Documentación debida por los contratistas

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

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

Documento	Periodicidad
Certificado DGI Vigente	Antes de comenzar trabajos y en cada renovación

Certificado BPS Vigente	Antes de comenzar trabajos y en cada renovación
Planilla de trabajo	Antes de comenzar trabajos y mensualmente en la fecha estipulada
Consulta de Actividad Activos y Pasivos	Antes de comenzar trabajos y mensualmente en la fecha estipulada
Pago de BPS mensual y cuatrimestral	Mensualmente si es Industria y Comercio y Cuatrimestralmente si es Rural.
Nóminas mensuales y cuatrimestrales	Mensualmente para Industria y Comercio y cuatrimestral para Rural
Recibos de sueldos	Mensualmente
Recibos liquidaciones por cese	Mensualmente si correspondiese
Recibos de aguinaldos, salarios vacacionales y licencias	Cuando corresponda
Carnet de Salud y Fotocopia de Cédula de Identidad	Antes de comenzar trabajos y mensualmente en la fecha estipulada si hubieran modificaciones o vencimientos.
Contratos de trabajo	Antes de comenzar trabajos y mensualmente cada vez que ingresa un nuevo operario
Pago de B.S.E. Vehículos. (Para vehículos con capacidad de transporte de más de 6 pasajeros se utiliza un seguro especial dependiendo del Dpto.).	Mensualmente o una vez en caso de que el pago haya sido anual y luego en cada renovación.
Pago de B.S.E. Funcionarios	Mensualmente siempre que corresponda seguro aparte.
Control diario de operarios	Mensualmente
Detalle del personal que trabajó para el Administrador. Especificando Nombre y Apellido, C.I. y Categoría	Mensualmente

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

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

5.13 PLAN COMERCIAL

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

A lo largo de la vida del proyecto el Fideicomiso Bosques del Uruguay 4 tiene proyectado producir 23 millones de m^3. Ese volumen proyectado se integra de la siguiente manera:

18 millones de m^3 de Eucalyptus
5 millones de m3 de Pino con destino a aserrío

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

Los ingresos del proyecto provienen de la venta de madera, venta de la tierra y bosques en pie al final del proyecto, ingresos por pastoreo, e ingresos por venta de certificados de carbono. La facturación estimada durante el ciclo del proyecto es de US$ 1,940 millones. El 71% de las ventas totales del proyecto corresponden a la venta de madera.

Las actividades en la venta de madera se darían en:

Año del Árbol	Actividad	Volumen Pulpa (m^3/hectárea)	Volumen para Aserrado (m^3/hectárea)
7	Raleo E. Grandis	80	
9	Cosecha E. Dunnii	211	
11	Raleo de E. Grandis	40	
12	Raleo de Pino		70
18	Cosecha de E. Grandis	73	485
18	Cosecha E. Dunnii	211	
20	Cosecha de Pino		286

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

	Destino	Características	Precio US$/m3 (puesto en planta)
E Dunnii	pulpa		60-65
E. Grandis	pulpa		55-60
	aserrío	Diámetro mayor 30 cm	90-105
Pino	aserrío	Diámetro 20<diámetro< 30 cm	45-55

Certificados de Reducción de Emisiones

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

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

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

El volumen de carbono secuestrado va evolucionando con el stock de madera en bosque y para el caso de Bosques del Uruguay 4 se está evaluando un activo forestal que ya posee un proyecto para secuestro de carbono.

A modo de referencia podemos mencionar que los precios de los certificados de reducción de emisiones provenientes de proyectos forestales alcanzaron valores superiores a los 5 Euros por lo que su aporte influiría significativamente sobre el flujo de fondos del proyecto (el precio esperado considerado es de 2 Euros/Tonelada)

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

5.14 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.

5.14.1 Costos del administrador forestal

Las actividades del Administrador forestal incluyen exclusivamente las detalladas en la Cláusula 9 del Contrato de Fideicomiso.

5.14.2 Costos de mantenimiento

Los costos de mantenimiento suman un total de US$ 38.5 por hectárea por año con el siguiente desglose:

Actividad	Costo US$/ha/año
Prevención y Combate de Incendios	15
Seguros	10
Mantenimiento de alambrados/casas	5
Contribución Inmobiliaria (solo en plantaciones de E. Dunni)	5
Inventarios y certificación FSC:	3.5

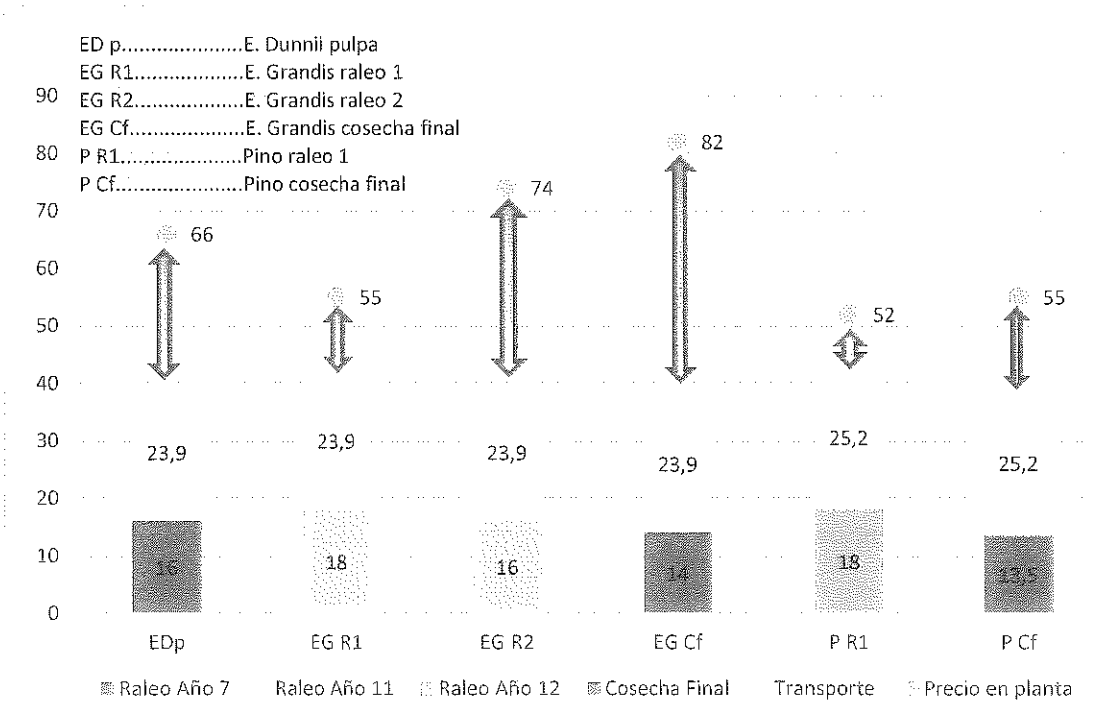
5.14.3 Costos de cosecha y transporte

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

	E. Dunnii	E. Grandis			Pino	
Producto	pulpa	pulpa	pulpa 60%/ aserrio 40%	pulpa 25%/ aserrio 75%	fino 60%/ grueso 40%	fino 40%/ grueso 60%
Leyenda	EDp	EG R1	EG R2	EG Cf	P R1	P Cf
	US$/m3					
Precio producto [1]	**66**	**55**	**69**	**82**	**42**	**55**
Costos directos						
Raleo desecho						
Raleo Año 7		18				
Raleo Año 11			16			
Raleo Año 12					18	
Cosecha Final	16			14		13.5
Transporte	23.9	23.9	23.9	23.9	25.2	25.2
Margen bruto	**26.1**	**13.1**	**34.1**	**44.1**	**8.8**	**16.3**

(1) Puesto en destino

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



6 AUTORIZACIONES PREVIAS

El Fideicomiso Bosques del Uruguay 4 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).

6.1 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.

6.2 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[17]:

- 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

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

geológico, drenaje, perfiles de suelos, análisis de suelos, finalidad de la plantación, especies elegidas, procedencia de las plantas o semillas, plan de forestación.

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

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

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

6.3 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.

7 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.

7.1. 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 (2019-2039).

Como tasa de descuento de los flujos de fondos, se consideró una Tasa de Retorno Requerida de mercado para proyectos forestales similares, la que se sitúa en 7.5%.

Se supuso que el valor terminal de los flujos de fondos del proyecto en el período implícito de proyección es nulo, liquidándose los activos netos del Fideicomiso en el año 20.

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

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

7.2. 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, considerando el activo en estudio, son las siguientes:

	Venta de madera (Miles de US$)
2019	33,159
2020	32,088
2021	21,148
2022	26,565
2023	84,579
2024	95,726

2025	94,672
2026	92,485
2027	91,112
2028	91,643
2029	91,963
2030	95,926
2031	80,484
2032	76,770
2033	67,004
2034	67,546
2035	67,177
2036	64,210
2037	61,433
2038	71,538

Se han tomado los siguientes precios base (se presentan como un rango, puestos en planta):

- Eucalyptus Dunnii: con destino a Pulpa: US$ 63-66 por m^3

- Eucalyptus Grandis
  - Con destino a Pulpa: US$ 58-60 por m^3
  - Con destino a Aserrado: US$ 60-100 por m^3

- Pino: con destino a Aserrado: US$ 30-80 por m^3

- Pastoreo: US$ 15 por hectárea total por año.

El precio de la tierra se fijó en US$ 2,700 por hectárea, y un crecimiento nominal anual del 3%.

Los costos operativos se proyectaron tal como se presenta en el punto 5 de este documento y se presentan en dos escenarios: con y sin ajuste 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 y la sobre tasa de impuesto al patrimonio, fueron calculados para los distintos activos según los criterios aplicables para estos casos.

7.3. INVERSIONES Y FINANCIAMIENTO

Los inversores integran su capital a través de Certificados de Participación en su mayoría en el primer año del proyecto. La misma asciende a un total de US$ 330 millones y comprende los siguientes conceptos:

- Inversión en compra/arrendamiento de tierras (60,000 hectáreas aproximadamente entre campos en propiedad y arrendamiento de campos)

- Implantación de bosques

- Inversión en capital de trabajo

- Gastos operativos a incurrir hasta el año 3 (2021), incluyendo los impuestos correspondientes y excluyendo los ingresos por venta de madera y pastoreo.

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

7.4. ESTADOS CONTABLES PROYECTADOS DEL FIDEICOMISO

En base a la información presentada anteriormente, se proyectaron los Estados de Resultados, de Situación Patrimonial y Estado de Flujos de Efectivo del Fideicomiso para el período 2019-2039 para el escenario base en el cual los precios de venta de los productos forestales y los costos de producción se mantienen constantes, i.e. a valores de 2018, para todo el periodo.

Fideicomiso Financiero-Bosques del Uruguay 4

Estados de Resultados

USD

	Proyectados																			
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038
Ingresos																				
Ingresos gravados																				
Venta de madera y pulpa	33,159,331	32,088,152	21,148,205	26,564,768	84,579,132	95,726,166	94,671,950	92,485,060	91,112,485	91,642,727	91,963,311	95,926,089	80,484,279	76,770,474	67,003,857	67,546,190	67,176,759	64,210,051	61,433,320	71,538,067
Venta de tierras	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	262,660,644
Venta de bosque al final del período	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	269,196,728
Total ingresos	33,159,331	32,088,152	21,148,205	26,564,768	84,579,132	95,726,166	94,671,950	92,485,060	91,112,485	91,642,727	91,963,311	95,926,089	80,484,279	76,770,474	67,003,857	67,546,190	67,176,759	64,210,051	61,433,320	603,395,439
Crecimiento de Bosques																				
Costo de Ventas																				
Costo de ventas bosque	(8,124)	(17,323)	(156,090)	(139,138)	(651,161)	(946,739)	(1,049,257)	(1,387,060)	(1,397,075)	(1,673,020)	(1,918,842)	(2,722,284)	(1,847,502)	(1,676,817)	(1,088,002)	(1,633,466)	(1,674,098)	(1,604,217)	(1,555,521)	(231,413,246)
Costos de producción	(10,800,372)	(10,457,467)	(7,340,107)	(7,674,969)	(19,998,275)	(23,246,426)	(22,968,247)	(22,553,082)	(21,696,243)	(22,172,497)	(21,972,065)	(23,191,195)	(18,931,838)	(18,638,729)	(17,127,334)	(16,707,577)	(16,866,518)	(15,554,750)	(14,670,533)	(17,471,802)
Costos de transporte	(15,155,983)	(13,952,952)	(8,576,216)	(9,079,891)	(27,202,896)	(35,306,714)	(35,227,396)	(34,457,202)	(33,108,062)	(31,506,171)	(31,376,588)	(32,365,655)	(29,443,617)	(27,708,406)	(21,314,443)	(22,293,165)	(22,112,640)	(21,943,640)	(20,224,890)	(21,276,516)
Costo de ventas tierras	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(149,791,695)
Total Costo de Ventas	(25,964,479)	(24,427,742)	(16,072,413)	(16,893,998)	(47,852,330)	(59,499,881)	(59,244,880)	(58,377,344)	(56,401,380)	(55,351,687)	(55,267,595)	(58,279,334)	(50,222,658)	(48,021,952)	(39,529,780)	(40,634,228)	(40,653,256)	(39,102,607)	(36,450,944)	(419,953,259)
Resultado Bruto	7,194,852	7,660,410	5,075,793	9,670,770	36,726,798	36,226,285	35,427,050	34,107,716	34,711,105	36,291,040	36,695,717	37,646,755	30,261,621	28,748,521	27,474,077	26,911,962	26,523,503	25,107,444	24,982,376	183,442,180
Costos operativos																				
SG&A	(6,687,510)	(3,110,512)	(3,104,512)	(3,102,244)	(3,091,068)	(3,091,068)	(3,050,408)	(3,012,784)	(2,958,034)	(2,925,697)	(2,925,697)	(2,906,537)	(2,890,345)	(2,862,718)	(2,444,236)	(2,444,236)	(2,444,236)	(2,444,236)	(2,444,236)	(2,444,236)
Impuesto al Patrimonio Sobretasa	-	-	-	-	-	-	(233,842)	(233,842)	(233,842)	(233,842)	(233,842)	(233,842)	(233,842)	(266,389)	(233,842)	(233,842)	(233,842)	(233,842)	(233,842)	(468,687)
Impuesto al Patrimonio	-	-	-	-	-	-	(28,804)	(33,224)	(38,167)	(43,622)	(48,462)	(52,664)	(55,880)	(63,583)	(65,112)	(69,293)	(71,857)	(74,383)	(76,496)	(313,376)
Total Costos operativos	(6,687,510)	(3,110,512)	(3,104,512)	(3,102,241)	(3,091,068)	(3,091,068)	(3,313,055)	(3,279,851)	(3,230,044)	(3,203,161)	(3,208,001)	(3,193,044)	(3,180,067)	(3,222,701)	(2,743,190)	(2,747,372)	(2,749,935)	(2,752,461)	(2,754,574)	(3,226,299)
Resultados financieros																				
Intereses perdidos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Gastos y comisiones bancarias	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Otros Ingresos (financieros)	-	48,093	162,214	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	32,547	-	-	-	-	-	-
Total Resultados financieros	-	48,093	162,214	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	32,547	-	-	-	-	-	-
Resultado antes Impuestos	507,342	4,597,991	2,133,494	6,568,527	33,635,730	33,135,217	32,114,005	30,827,865	31,481,061	33,087,878	33,487,715	34,453,711	27,081,554	25,558,367	24,730,886	24,164,590	23,773,568	22,354,983	22,227,802	180,715,881
Impuesto a la Renta	(45,761)	(52,552)	(150,520)	(96,262)	(557,430)	(538,303)	(514,111)	(481,779)	(484,026)	(501,965)	(598,123)	(1,609,311)	(462,612)	(501,104)	(359,585)	(846,267)	(841,048)	(753,423)	(719,246)	(9,282,551)
RESULTADO DEL EJERCICIO	461,581	4,545,438	1,982,974	6,472,265	33,078,300	32,596,914	31,599,894	30,346,086	30,997,035	32,585,913	32,889,593	32,844,399	26,618,942	25,057,263	24,371,303	23,318,323	22,932,520	21,601,560	21,508,555	170,933,330

Fideicomiso Financiero-Bosques del Uruguay 4

Estados de situación patrimonial

USD

	Proyectados																			
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038
ACTIVO																				
ACTIVO CORRIENTE																				
Disponibilidades	3,206,219	10,814,259	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2,169,785	-	-	-	-	-	15,656,325	(0)
Capital de trabajo	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	3,206,219	10,814,259	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2,169,785	-	-	-	-	-	15,656,325	(0)
ACTIVO NO CORRIENTE																				
Campos	149,791,695	149,791,695	149,791,695	149,791,695	149,791,695	149,791,695	149,791,695	149,791,695	149,791,695	149,791,695	149,791,695	149,791,695	149,791,695	149,791,695	149,791,695	149,791,695	149,791,695	149,791,695	149,791,695	0
Bosques	170,463,668	174,401,065	175,756,152	177,453,858	177,960,960	181,051,252	185,260,921	189,968,406	195,163,421	199,772,965	203,775,354	206,837,421	211,758,517	215,629,941	219,612,588	222,054,144	224,459,385	226,472,202	228,410,351	-
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE	320,255,363	324,192,760	325,547,847	327,245,553	327,752,655	330,842,946	335,052,616	339,760,101	344,955,116	349,564,659	353,567,049	356,629,115	361,550,212	365,421,636	369,404,283	371,845,839	374,251,080	376,263,897	378,202,046	0
TOTAL ACTIVO	323,461,581	335,007,019	325,547,847	327,245,553	327,752,655	330,842,946	335,052,616	339,760,101	344,955,116	349,564,659	353,567,049	356,629,115	363,719,996	365,421,636	369,404,283	371,845,839	374,251,080	376,263,897	393,858,371	0
PASIVO																				
PASIVO CORRIENTE																				
Deudas comerciales y diversas																				
DGI																				
Provisión Impuestos																				
Deudas financieras corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL PASIVO CORRIENTE	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
PASIVO NO CORRIENTE																				
Deudas Financieras no corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL PASIVO NO CORRIENTE	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL PASIVO	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
PATRIMONIO																				
Capital Integrado	323,000,000	330,000,000	330,000,000	330,000,000	330,000,000	330,000,000	330,000,000	330,000,000	330,000,000	330,000,000	330,000,000	330,000,000	330,000,000	330,000,000	330,000,000	330,000,000	330,000,000	330,000,000	330,000,000	330,000,000
Ajustes al patrimonio																				
Resultados Acumulados	-	461,581	(6,435,127)	(9,226,713)	(35,325,645)	(31,753,968)	(28,547,278)	(20,585,985)	(16,041,919)	(13,021,254)	(9,322,544)	(6,215,284)	7,101,054	10,364,373	15,032,980	18,527,516	21,218,559	24,662,337	42,349,815	(500,933,330)
Resultado del Ejercicio	461,581	4,545,438	1,982,974	6,472,265	33,078,300	32,596,914	31,599,894	30,346,086	30,997,035	32,585,913	32,889,593	32,844,399	26,618,942	25,057,263	24,371,303	23,318,323	23,032,520	21,601,560	21,508,556	170,933,330
TOTAL PATRIMONIO	323,461,581	335,007,019	325,547,847	327,245,553	327,752,655	330,842,946	335,052,616	339,760,101	344,955,116	349,564,659	353,567,049	356,629,115	363,719,996	365,421,636	369,404,283	371,845,839	374,251,080	376,263,897	393,858,371	0
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	323,461,581	335,007,019	325,547,847	327,245,553	327,752,655	330,842,946	335,052,616	339,760,101	344,955,116	349,564,659	353,567,049	356,629,115	363,719,996	365,421,636	369,404,283	371,845,839	374,251,080	376,263,897	393,858,371	0

Fideicomiso Financiero-Bosques del Uruguay 4

Flujos de fondos para evaluación

USD

	Proyectados																			
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038
Fondos provenientes de operaciones																				
Ingresos operativos																				
Venta de madera y pulpa	33,159,331	32,088,152	21,148,206	26,564,768	84,579,132	95,726,166	94,671,950	92,485,060	91,112,485	91,642,727	91,963,311	95,926,089	80,484,279	76,770,474	67,003,857	67,546,190	67,176,759	64,210,051	61,433,320	71,538,067
Venta de tierras	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	262,660,644
Venta de bosque al final del período	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	269,196,728
Total ingresos	33,159,331	32,088,152	21,148,206	26,564,768	84,579,132	95,726,166	94,671,950	92,485,060	91,112,485	91,642,727	91,963,311	95,926,089	80,484,279	76,770,474	67,003,857	67,546,190	67,176,759	64,210,051	61,433,320	603,395,438
Costos operativos																				
Costos de producción	(10,800,372)	(10,457,467)	(7,340,107)	(7,674,969)	(19,998,275)	(23,246,428)	(22,968,247)	(22,553,082)	(21,896,243)	(22,172,497)	(21,972,085)	(23,191,195)	(18,931,638)	(18,638,729)	(17,127,334)	(16,707,577)	(16,866,518)	(15,554,750)	(14,870,533)	(17,471,802)
Costos de tranporte	(15,155,983)	(13,952,952)	(8,576,216)	(9,079,891)	(27,202,898)	(35,306,714)	(35,227,386)	(34,457,202)	(33,108,062)	(31,506,171)	(31,376,588)	(32,365,855)	(29,443,517)	(27,706,406)	(21,314,443)	(22,293,185)	(22,112,640)	(21,943,640)	(20,224,890)	(21,276,516)
Otros costos operativos	(1,263,486)	(3,954,720)	(1,511,177)	(1,836,844)	(1,158,264)	(4,037,031)	(5,258,926)	(6,074,546)	(6,592,090)	(6,282,563)	(5,921,331)	(5,784,350)	(6,768,599)	(5,548,242)	(5,070,649)	(4,075,022)	(3,979,339)	(3,617,034)	(3,493,670)	(3,002,895)
CAPEX	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
SG&A	(6,687,510)	(3,110,512)	(3,104,512)	(3,102,244)	(3,091,068)	(3,091,068)	(3,050,408)	(3,012,784)	(2,958,034)	(2,925,697)	(2,925,697)	(2,906,537)	(2,890,345)	(2,862,718)	(2,444,236)	(2,444,236)	(2,444,236)	(2,444,236)	(2,444,236)	(2,444,236)
Total costos operativos	(33,907,351)	(31,475,652)	(20,532,012)	(21,693,948)	(51,450,505)	(65,681,240)	(66,504,967)	(66,097,614)	(64,554,429)	(62,886,928)	(62,195,681)	(64,247,938)	(58,034,100)	(54,756,095)	(45,956,662)	(45,520,020)	(45,402,733)	(43,559,660)	(40,833,329)	(44,195,449)
Subtotal	(748,020)	612,500	616,194	4,870,821	33,128,627	30,044,926	28,166,982	26,387,446	26,558,055	28,755,799	29,767,630	31,678,151	22,450,180	22,014,378	21,047,195	22,026,170	21,774,026	20,650,391	20,599,991	559,199,990
Inversiones																				
Capital de trabajo	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Compra de campos	(149,791,695)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Compra de Bosques	(169,208,305)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	(319,000,000)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FCF antes de impuestos	(319,748,020)	612,500	616,194	4,870,821	33,128,627	30,044,926	28,166,982	26,387,446	26,558,055	28,755,799	29,767,630	31,678,151	22,450,180	22,014,378	21,047,195	22,026,170	21,774,026	20,650,391	20,599,991	559,199,990
Impuesto a la renta	(45,761)	(52,552)	(150,520)	(96,262)	(557,430)	(538,303)	(514,111)	(481,779)	(484,026)	(501,965)	(598,123)	(1,609,311)	(462,612)	(501,104)	(359,585)	(846,267)	(841,048)	(753,423)	(719,246)	(9,282,551)
Impuesto el Patrimonio	-	-	-	-	-	-	(262,646)	(267,066)	(272,009)	(277,464)	(282,304)	(286,507)	(289,722)	(359,982)	(298,954)	(303,136)	(305,699)	(308,225)	(310,338)	(782,063)
Free Cash Flow	(319,793,781)	559,947	465,674	4,774,559	32,571,198	29,506,623	27,390,225	25,638,601	25,802,020	27,976,370	28,887,203	29,782,333	21,697,846	21,153,292	20,388,656	20,876,767	20,627,280	19,588,743	19,570,407	549,135,376
Performance Fee	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Impuesto a la renta sobre performance f	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Aumento de deuda	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Devolución del capital	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Intereses perdidos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Intereses ganados	-	48,093	162,214	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	32,547	-	-	-	-	-	-
Gastos y comisiones bancarias	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Free Cash Flow to Equity	(319,793,781)	608,041	627,888	4,774,559	32,571,198	29,506,623	27,390,225	25,638,601	25,802,020	27,976,370	28,887,203	29,782,333	21,697,846	21,185,839	20,388,656	20,876,767	20,627,280	19,588,743	19,570,407	549,135,376
Aportes de capital	323,000,000	7,000,000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Distribucion de dividendos	-	-	(11,442,147)	(4,774,559)	(32,571,198)	(29,506,623)	(27,390,225)	(25,638,601)	(25,802,020)	(27,976,370)	(28,887,203)	(29,782,333)	(19,528,061)	(23,355,623)	(20,388,656)	(20,876,767)	(20,627,280)	(19,588,743)	(3,914,081)	(564,791,701)
Variación anual de caja	3,206,219	7,608,041	(10,814,259)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2,169,785	(2,169,785)	-	-	-	-	15,656,325	(15,656,325)
Saldo inicial Tesorería	-	3,206,219	10,814,259	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2,169,785	-	-	-	-	-	15,656,325
Saldo final Tesorería	3,206,219	10,814,259	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2,169,785	-	-	-	-	-	15,656,325	(0)

7.5. EVALUACIÓN 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.

La TIR del proyecto se estima para tres escenarios distintos en función del ajuste de dos variables relevantes para el proyecto, a saber: los precios de venta de los productos y de los costos de producción. Si bien existen múltiples factores que determinan los ajustes de precios de los productos y de los costos de producción se eligieron el tipo de cambio y la inflación para realizar las estimaciones. Las proyecciones de tipo de cambio e inflación se reportan debajo. Los tres escenarios para los cuales se estima la TIR del proyecto y la TIR al inversor son:

	Variable	Ajuste por		Resultado esperado	
		Tipo de cambio	Inflación	TIR del Proyecto	TIR inversor
Escenario 1	Precio de venta	NO	NO	6.27%	6.25%
	Costo de Producción	SI	SI		
Escenario 2 Base	Precio de venta	NO	NO	**7.70%**	**7.67%**
	Costo de Producción	NO	NO		
Escenario 3	Precio de venta	SI	SI	12.49%	11.95%
	Costo de Producción	SI	SI		

A continuación, se presenta el flujo al inversor para el escenario de precios y costos constantes:

Fideicomiso Financiero-Bosques del Uruguay 4

Flujos de fondos del Inversor-Escenario precios constantes

USD

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038
								Proyectados												
Aportes de capital	(323,000,000)	(7,000,000)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Retiros	-	-	11,442,147	4,774,559	32,571,198	29,506,623	27,390,225	25,638,601	25,802,020	27,976,370	28,887,203	29,782,333	19,528,061	23,355,623	20,388,656	20,876,767	20,627,280	19,588,743	3,914,081	564,791,701
Flujo de Fondos	(323,000,000)	(7,000,000)	11,442,147	4,774,559	32,571,198	29,506,623	27,390,225	25,638,601	25,802,020	27,976,370	28,887,203	29,782,333	19,528,061	23,355,623	20,388,656	20,876,767	20,627,280	19,588,743	3,914,081	564,791,701

Proyecciones de tipo de cambio e inflación

Variables macroeconómicas

			2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043	2044
Considerar variación variables macro?																													
Inflación Internacional en USD	SI	Promedio anual		1.8%	1.82%	3.67%	5.87%	8.12%	10.41%	12.75%	15.14%	17.58%	20.28%	22.94%	25.66%	28.44%	31.28%	34.18%	37.14%	40.17%	43.27%	46.44%	49.67%	52.98%	56.36%	59.82%	63.35%	66.96%	70.65%
Acumulada																													
Inflación Uruguay	SI	Promedio anual		8.0%	7.8%	7.6%	7.4%	7.2%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
Inflación Uruguay				8.0%	7.8%	7.6%	7.4%	7.2%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
Acumulada					7.86%	15.85%	24.65%	33.99%	43.37%	53.41%	64.15%	75.64%	87.93%	101.09%	115.17%	130.23%	146.34%	163.59%	182.04%	201.78%	222.91%	245.61%	269.70%	295.57%	323.26%	352.89%	384.59%	418.52%	454.81%
Variación Tipo de cambio Uruguay	SI	Promedio anual		10.0%	11.0%	9.8%	9.6%	9.4%	9.2%	9.0%	8.8%	8.6%	8.4%	8.2%	8.0%	7.8%	7.6%	7.4%	7.2%	7.0%	6.8%	6.6%	6.4%	6.2%	6.0%	5.8%	5.6%	5.4%	5.2%
Cotización del dólar			30.79	33.87	37.59	41.28	45.12	49.13	53.32	57.77	62.51	67.58	73.02	78.87	85.18	91.99	99.35	107.30	115.88	125.15	135.16	145.97	157.65	170.26	183.88	198.59	214.48	231.64	250.17
Variación Tipo de cambio Uruguay		Promedio anual		10.0%	11.0%	9.8%	9.6%	9.4%	9.2%	9.0%	8.8%	8.6%	8.4%	8.2%	8.0%	7.8%	7.6%	7.4%	7.2%	7.0%	6.8%	6.6%	6.4%	6.2%	6.0%	5.8%	5.6%	5.4%	5.2%
Acumulada					11.02%	21.69%	32.67%	43.93%	54.44%	66.06%	75.22%	86.97%	96.73%	104.91%	114.51%	124.56%	135.08%	146.10%	157.63%	169.71%	182.35%	195.58%	209.43%	223.93%	239.11%	255.00%	271.64%	289.06%	307.29%
Inflación Uruguaya en USD		Promedio anual		-2.0%	-3.8%	-4.0%	-4.0%	-4.0%	-3.8%	-3.8%	-3.8%	-3.6%	-3.4%	-3.2%	-3.0%	-2.8%	-2.6%	-2.4%	-2.2%	-2.0%	-1.8%	-1.6%	-1.4%	-1.2%	-1.0%	-0.8%	-0.6%	-0.4%	-0.2%
Acumulada					-2.85%	-4.71%	-6.65%	-6.64%	-7.16%	-7.62%	-6.85%	-6.06%	-3.98%	-1.86%	0.31%	2.52%	4.79%	7.11%	9.47%	11.89%	14.36%	16.89%	19.48%	22.12%	24.82%	27.57%	30.39%	33.28%	36.22%
UI			3.91	4.20	4.35	4.49	4.63	4.76	4.89	5.02	5.14	5.26	5.38	5.50	5.61	5.72	5.83	5.93	6.03	6.13	6.23	6.33	6.42	6.51	6.60	6.69	6.78	6.87	6.96

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

7.6. ANÁLISIS DEL RIESGO

7.6.1 Identificación de variables de riesgo

Se definieron como variables sensibles para el modelo las siguientes:

Categorías	Especie	Unidad	Escenario		
			Esperado	Bajo	Alto
Valorización de la tierra	n/a	%/año	3%	0%	5%
Costo de Cosecha	Todas	U$S/m3	16	14	18
Costo de Transporte	Todas	U$S/m3	24.5	23.9	25.2
Precio de venta de la madera	E. Dunnii Pulpa	U$S/m3	65	63	66
	E. Grandis Pulpa	U$S/m3	59	58	60
	E. Grandis Aserrable	U$S/m3	80	60	100
	Pino Aserrable	U$S/m3	45	30	80

7.6.2 Sensibilidad a principales variables de riesgo

Se estimo la TIR para variaciones finitas de las distintas variables de riesgo.

En el primer caso se estima la TIR para variaciones simultaneas de una de las variables relevantes del proyecto (precio de la madera) y dos de los componentes de los costos de producción (cosecha y transporte) lo que aporta una mirada distinta, y más restrictiva, a las estimaciones de la TIR realizadas en dicho apartado.

i) Valores esperados de la TIR para variaciones simultaneas del precio de la madera y el costo de cosecha

TIR proyecto		Variación precio madera				
		-10%	**-5%**	**0%**	**5%**	**10%**
Variación Costo cosecha	**-10%**	6.37%	7.26%	8.15%	9.04%	9.94%
	-5%	6.15%	7.04%	7.93%	8.82%	9.71%
	0%	5.93%	6.81%	**7.70%**	8.59%	9.48%
	5%	5.71%	6.59%	7.48%	8.37%	9.26%
	10%	5.48%	6.37%	7.25%	8.14%	9.03%

92

ii) Valores esperados de la TIR para variaciones simultaneas del precio de la madera y el costo de transporte

TIR proyecto		Variación precio madera				
		-10%	-5%	0%	5%	10%
Variación Costo transporte	-10%	6.56%	7.45%	8.34%	9.23%	10.13%
	-5%	6.24%	7.13%	8.02%	8.91%	9.80%
	0%	5.93%	6.81%	7.70%	8.59%	9.48%
	5%	5.61%	6.50%	7.38%	8.27%	9.16%
	10%	5.30%	6.18%	7.06%	7.95%	8.84%

iii) Valores esperados de la TIR del proyecto y del inversor para distintas tasas de crecimiento anual en el valor de la tierra, *ceteris paribus*.

		TIR proyecto	TIR inversor
Variación precio de la tierra	0%	6.96%	6.93%
	1%	7.18%	7.15%
	3%	7.70%	7.67%
	4%	8.01%	7.99%
	5%	8.36%	8.29%

8. 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.

8.1. 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.

8.2. RIESGOS AMBIENTALES Y ASOCIADOS A LA FORESTACIÓN

Factor de Riesgo	Descripción del riesgo	Probabilidad de Ocurrencia[18]	Mitigación del riesgo
Clima: exceso o falta de lluvias, vientos y tornados.	Los eventos extremos de clima adverso pueden afectar las plantaciones. Los mayores impactos son al inicio del ciclo. Variable externa, fuera del alcance de la Administración.	1 (Los eventos extremos tienen una probabilidad baja de ocurrencia en términos climáticos)	a) Uso de seguros climáticos en momentos críticos. b) Diversificación geográfica en diferentes localidades c) Evitar actividades críticas en períodos con previsiones meteorológicas adversas.
Incendios	Incendios forestales. Esta es una amenaza latente. Impacto variable según la magnitud.	3	a) Seguros b) Manejo y limpieza de montes c) Control, monitoreo y prevención.
Insectos, pestes, enfermedades y nutrición del suelo.	Algunos insectos, pestes y enfermedades pueden causar daños a las plantaciones particularmente al inicio de la misma. El impacto es variable según la escala y la respuesta a la incidencia 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 especies (grandis y dunnii) con ciclos y ambientes distintos.
Tecnológicos	Problemas con las tecnologías disponibles (genéticas, por ejemplo) que tengan un comportamiento no esperado	1 a 2	Utilizar materiales genéticos probados en Uruguay, con las máximas garantías de funcionamiento. Diversificación mínima de especies.

8.3. RIESGOS DE MERCADO Y ECONÓMICOS

Factor de Riesgo	Descripción del riesgo	Probabilidad de Ocurrencia[19]	Mitigación del riesgo
Demanda interna de los productos	Que la demanda interna en la región de influencia del	2	Exportación de todos los productos o demora en la cosecha.

[18] 1=Muy baja; 6=Muy alta.
[19] 1=Muy baja; 6=Muy alta.

	proyecto no se desarrolle		
Demanda externa	Que haya cambios significativos en el comportamiento de la demanda internacional en los productos del proyecto.	1 La demanda es una tendencia consistente de largo plazo y afectada por variables demográficas.	Esperar a que mejoren los precios para cosechar. Búsqueda de mercados alternativos.
Aumento de oferta de productos competitivos o sustitutos	Que crezca la oferta de productos competitivos tanto en Uruguay o en el mundo	2	Bajar costos y aumentar esfuerzos de venta
Insuficiencias logísticas del sector	Que no se hagan en Uruguay las inversiones necesarias para mantener y mejorar la infraestructura logística para carga y transporte y esto lleve a un aumento de los costos.	2 La situación de partida del proyecto es asumiendo un escenario caro en términos de transporte	Postergar venta de productos de menor valor o buscar proyectos para procesamiento in situ (ej: convertir a energía).
Macroeconómicos	Tendencia desfavorable en el tipo de cambio o en los intereses (tendrían impacto en los costos de mano de obra y transporte).	2-3	Esquemas comerciales donde las transacciones de compra y venta se hagan en la misma moneda.
Cambios en la legislación del gobierno y en el sistema impositivo.	Modificaciones significativas en las normas legales que afecten los activos del proyecto o la venta de estos ("Riesgo País") de Uruguay.	1-2	Adaptación a las nuevas condiciones en caso de que sean cambios en Uruguay.
Dificultades para acceder al recurso Tierra	Imposibilidad para asegurar la oferta de tierras o el usufructo de esta, que puedan impactar en una menor área o mayor inversión.	1-2	Menor área forestada. Si fuera algo estructural habría menor oferta de madera y por tanto los precios deberían subir y eso amortiguaría el impacto en la TIR del proyecto.

9. 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 4".

1. INFORMACIÓN GENERAL

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

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

2. PERSONAL SUPERIOR

La composición del Directorio se integra de la siguiente forma:

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

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

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

Dr. Diego Rodríguez (Presidente del Directorio)

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

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

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

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

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

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

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

Cr. Nelson Mendiburu (Vicepresidente del Directorio)

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

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

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

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

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

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

Cr. Bruno Gili (Síndico)

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

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

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

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

Cr. Gonzalo Icasuriaga (Síndico Suplente)

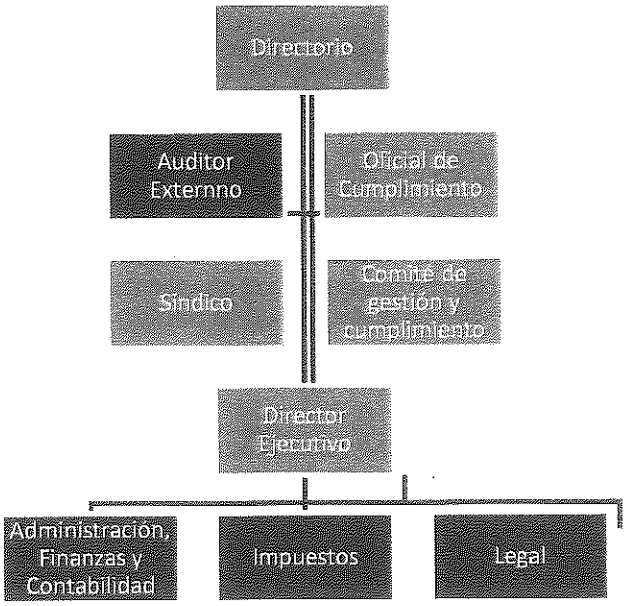
Gonzalo es Socio de CPA/Ferrere, responsable del departamento de Estrategia y Capital Humano, a cargo de los servicios de consultoría en análisis, diseño y cambio organizacional, planificación estratégica y consultoría en gestión del capital humano, incluyendo el servicio de selección de cargos gerenciales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

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

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

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

3. ORGANIGRAMA DEL FIDUCIARIO



4. CÓDIGO DE ÉTICA

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

5. PRÁCTICAS DE GOBIERNO CORPORATIVO

EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A. (en adelante, "EFAM") ha implementado dentro de su organización prácticas de Gobierno Corporativo, que aseguran el cumplimiento de los siguientes requisitos exigidos por la Recopilación de Normas del Mercado de Valores del Banco Central del Uruguay. Se adjuntan al presente como **Anexo 7** la Política de Gobierno Corporativo de EFAM

6. ACCIONISTAS

Los accionistas son:

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

7. AUDITORES EXTERNOS

Los auditores externos del Fiduciario son Deloitte S.C.

8. ESTADOS CONTABLES

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

10. INFORMACIÓN DEL ADMINISTRADOR

AGROEMPRESA FORESTAL S.A.

a) Antecedentes

AgroEmpresa Forestal S.A (en adelante "AF") es el operador forestal designado para administrar el Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay 4 objeto de este Prospecto.

AF comienza sus operaciones en el año 2000 brindando servicios forestales a un sector en franca expansión. La estructura y procesos de AF se han forjado en base a más de 16 años de experiencia de trabajo en Uruguay y enriquecido por un equipo directivo y técnico con trayectoria, reputación y con amplio conocimiento del sector forestal, su normativa y esencialmente del entorno del agronegocio.

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

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

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

AF cuenta con un equipo profesional, especializado y totalmente independiente (1 ingeniero industrial, 2 ingenieros agrónomos, 3 ingenieros forestales, 3 técnicos forestales y supervisores de campo y 8 administrativos) a lo que se suman 30 empresas de servicios asociadas que juntas emplean 600 personas, haciendo de AF una de las empresas líderes en el mercado nacional en la prestación de servicios forestales.

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

En Uruguay, AF brindó servicios forestales a más de 300.000 hectáreas forestadas en los últimos cuatro años y administra activos forestales valuados en US$ 300 millones.

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

b) Directorio

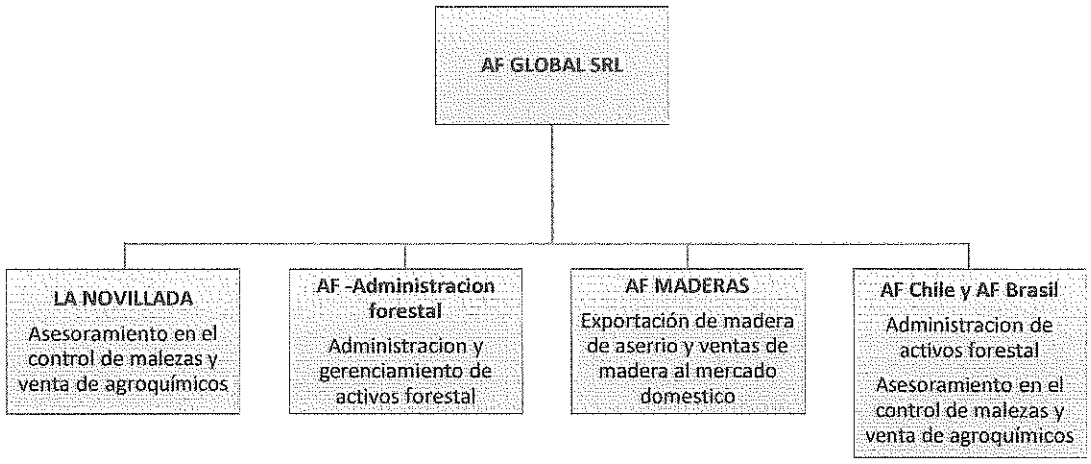
El Directorio de AF está presidido por el Ing. Agr. Francisco Bonino y la Gerencia General por el Ing. Industrial Mecánico Dan Guapura.

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

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

c) Estructura del grupo

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



La Novillada S.A.

Empresa creada con el fin de comercializar agroquímicos, insecticidas, fungicidas, herbicidas y fertilizantes, para el sector forestal. Es líder en la prestación de servicios de control de malezas y en la venta de herbicidas en el sector forestal, contando con una muy alta participación del mercado. La compañía opera en los tres segmentos del sector forestal: compañías forestales, administradoras forestales y productores medianos o agrupaciones (productores y empresas individuales).

AF administraciones forestales

AF administra a la fecha unas 70,000 hectáreas en Uruguay. Entre las actividades que se incluyen en la administración y por las cuales AF es responsable se encuentran:

- Adquisición (investigación, búsqueda, selección y negociación) de tierras y activos forestales;
- Gerenciamiento y supervisión de todas las labores relacionadas al manejo de un bosque;
- Preparación de suelos y Plantación;
- Podas;
- Raleos a desecho y sanitarios;
- Raleos comercial y Cosecha;
- Inventarios;
- Caminería;
- Mantenimiento de infraestructura;
- Pastoreos;
- Comercialización de todos los productos y subproductos forestales,
- Ejecución y control del presupuesto establecido con el cliente;
- Certificación de bosques y prevención en seguridad laboral;
- Relacionamiento con el medio externo (agencias de gobierno, compradores, proveedores, comunidad, etc.).
- AF tiene una larga trayectoria operando con contratistas. Está vinculada con unas 30 empresas, muchas de las cuales han estado desde el inicio. Todas estas empresas suman unas 600 personas.

Otros logros de AF son:

- Norma ISO 9000 desde 2004.
- Norma Forest Stewardship Council (FSC). AF ha preparado la información y presentado solicitudes para obtener esta certificación para más de 15,000 hectáreas en Uruguay, logrando un 100% de efectividad.
- 9° en el ranking Great Place to Work 2006.
- 9° en el ranking Great Place to Work 2013
- 7° en el ranking Great Place to Work 2017
- 8° en el ranking Great Place to Work 2018
- Cofundadores del Índice de Responsabilidad Social Empresarial del Uruguay.
- Organizador del primer fideicomiso financiero de oferta pública con certificados de participación.

AF Maderas

- Enfocada a la exportación de madera de aserrío y ventas en el mercado doméstico

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

Agro Empresa Forestal en Chile y Brasil

AF inició sus actividades en Chile en 2007, empleando unas 14 personas y contratando operaciones con 10 empresas proveedoras de servicios. A la fecha, opera unas 50.000 hectáreas entre las actividades de control de malezas y administración. Tiene entre sus clientes a GMO RR, Forestal Celco (Arauco), Forestal Valdivia (Arauco), Forestal Mininco (CMPC), Comaco y Massisa.

En Brasil AF comienza sus actividades en 2010, siendo el foco las operaciones de servicios en aplicación de herbicidas y servicios forestales en los estados del sur. La empresa participa desde 2013 de Combate Servicios Forestales con la que brinda tecnologías para el control de hormigas a las principales empresas de ese país.

d) Rol de AF como Operador Forestal en el Fideicomiso Bosques del Uruguay 4

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

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

e) Estados Contables de AF

Deloitte.

Agroempresa Forestal S.A.

Estados financieros correspondientes al ejercicio finalizado el 31 de diciembre de 2017 e informe de auditoría independiente

Agroempresa Forestal S.A.

Estados financieros correspondientes al ejercicio finalizado el 31 de diciembre de 2017 e informe de auditoría independiente

Contenido

Informe de auditoría independiente

Estado de situación financiera

Estado de resultados

Estado del resultado integral

Estado de flujos de efectivo

Estado de cambios en el patrimonio neto

Notas a los estados financieros

Deloitte S.C.
Juncal 1385, Piso 11
Montevideo, 11000
Uruguay

Tel: +598 2916 0756
Fax: +598 2916 3317
www.deloitte.com/uy

Informe de auditoría independiente

Señores Directores y Accionistas de
Agroempresa Forestal S.A.

Opinión

Hemos auditado los estados financieros de Agroempresa Forestal S.A., que incluyen el estado de situación financiera al 31 de diciembre de 2017 y los correspondientes estados de resultados, del resultado integral, de flujos de efectivo y de cambios en el patrimonio neto por el ejercicio terminado en esa fecha y las notas a los estados financieros que incluyen un resumen de las políticas contables significativas.

En nuestra opinión, los estados financieros adjuntos presentan razonablemente, en todos sus aspectos significativos, la situación financiera de la Sociedad al 31 de diciembre de 2017, los resultados de sus operaciones, y sus flujos de efectivo por el ejercicio terminado en esa fecha de acuerdo con normas contables adecuadas en Uruguay.

Fundamentos para la opinión

Hemos realizado nuestra auditoría de acuerdo con Normas Internacionales de Auditoría (NIA). Nuestras responsabilidades bajo esas normas se describen en la sección Responsabilidades del Auditor por la Auditoría de los Estados Financieros de nuestro informe. Nosotros somos independientes de la Sociedad de acuerdo con las disposiciones del Código de Ética para profesionales de la contabilidad del Consejo de Normas Internacionales de Ética para Contadores y hemos cumplido nuestras responsabilidades de acuerdo con dichos requerimientos. Consideramos que la evidencia de auditoría que hemos obtenido brinda una base suficiente y apropiada para fundamentar nuestra opinión.

Responsabilidades de la Dirección por los Estados Financieros

La Dirección es responsable por la preparación y presentación razonable de los estados financieros de acuerdo con normas contables adecuadas en Uruguay, y por el sistema de control interno que la Dirección determine necesario para permitir la preparación de estados financieros que estén libres de errores significativos, ya sea debido a fraude o error.

Al preparar los estados financieros, la Dirección es responsable por evaluar la capacidad de la Sociedad de continuar como un negocio en marcha, revelando, si es aplicable, asuntos relacionados a dicha capacidad y al uso de la base de negocio en marcha como supuesto fundamental de las políticas contables, a menos que la Dirección tenga la intención de liquidar la Sociedad, cesar operaciones, o no tenga otra alternativa que hacerlo.

La Dirección es responsable de supervisar el proceso de preparación y presentación razonable de los estados financieros de la Sociedad.

Deloitte se refiere a una o más de las firmas miembros de Deloitte Touche Tohmatsu Limited, sociedad privada limitada por garantía en el Reino Unido y su red de firmas miembros, cada una como una entidad única e independiente y legalmente separada. DTTL (también conocida como "Deloitte Global") no provee servicios a clientes. Por favor ver Acerca de Deloitte por una descripción más detallada acerca de DTTL y sus firmas miembro.

© 2018 Deloitte S.C. Todos los derechos reservados.

Responsabilidades del Auditor por la Auditoría de los Estados Financieros

Nuestros objetivos son obtener seguridad razonable acerca de si los estados financieros en su conjunto están libres de errores significativos, ya sea debido a fraude o error, y emitir un informe de auditoría que incluya nuestra opinión. Seguridad razonable es un alto nivel de seguridad, pero no es una garantía de que una auditoría realizada de acuerdo con las NIA siempre detectará errores significativos en caso de existir. Los errores pueden provenir de fraude o error y se consideran significativos si, individualmente o en su conjunto, podría esperarse que influencien las decisiones económicas que los usuarios tomen basados en estos estados financieros.

Como parte de una auditoría de acuerdo con las NIA, nosotros aplicamos nuestro juicio profesional y mantenemos una actitud de escepticismo profesional durante el proceso de auditoría.

Adicionalmente:

- Identificamos y evaluamos el riesgo que existan errores significativos en los estados financieros, ya sea debido a fraude o error; diseñamos y realizamos procedimientos de auditoría para responder a dichos riesgos; y obtenemos evidencia de auditoría suficiente y apropiada para fundamentar nuestra opinión. El riesgo de no detectar un error significativo proveniente de un fraude es mayor que el proveniente de un error, dado que el fraude puede implicar colusión, falsificación, omisiones intencionales, manifestaciones intencionalmente incorrectas, o anular o eludir el sistema de control interno.

- Obtenemos una comprensión del sistema de control interno relevante para la auditoría con el propósito de diseñar los procedimientos de auditoría que sean adecuados en función de las circunstancias, pero no con el propósito de expresar una opinión sobre la eficacia del sistema de control interno de la Sociedad.

- Evaluamos lo adecuado de las políticas contables utilizadas y la razonabilidad de las estimaciones contables y sus revelaciones realizadas por la Dirección.

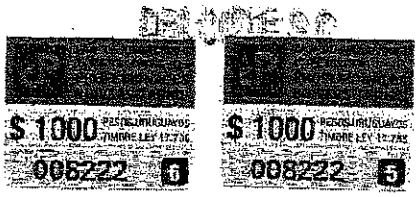
- Concluimos sobre la adecuada utilización por parte de la Dirección de la base contable de negocio en marcha y, de acuerdo con la evidencia de auditoría obtenida, si existe una incertidumbre material relacionada con eventos o condiciones que puedan arrojar dudas significativas sobre la capacidad de la Sociedad para continuar como un negocio en marcha. Si concluimos que existe una incertidumbre material, en nuestro dictamen de auditoría debemos llamar la atención sobre las revelaciones relacionadas en los estados financieros o, si tales revelaciones son inadecuadas, modificar nuestra opinión. Nuestras conclusiones se basan en la evidencia de auditoría obtenida hasta la fecha de nuestro informe de auditoría. Sin embargo, eventos o condiciones futuras podrían provocar que la Sociedad deje de ser un negocio en marcha.

- Evaluamos la presentación general, la estructura y el contenido de los estados financieros, incluyendo las revelaciones, y si los estados financieros representan las transacciones y eventos subyacentes de un modo que se logre una representación razonable de los mismos.

Entre otros temas, nos comunicamos con la Dirección en relación al alcance y la oportunidad de los procedimientos de auditoría, los hallazgos significativos de auditoría identificados, incluidas, en caso de haberlas, las deficiencias significativas en el sistema de control interno que hubiésemos identificado en el transcurso de nuestra auditoría.

16 de marzo de 2018

Pablo Duarte
Director, Deloitte S.C.



Agroempresa Forestal S.A.

Estado de situación financiera al 31 de diciembre de 2017

(cifras en dólares estadounidenses)

	Nota	2017	2016
Activo			
Activo corriente			
Efectivo y equivalentes al efectivo	4	82.427	38.455
Deudores comerciales	5	408.946	447.397
Otras cuentas por cobrar	6	820.817	600.481
Inventarios	7	59.025	43.070
Total activo corriente		**1.371.215**	**1.129.403**
Activo no corriente			
Otros activos financieros	8	2.585.738	738.926
Propiedad, planta y equipo	9	114.073	171.909
Activos intangibles	10	21.987	33.100
Otras cuentas por cobrar	6	-	80.346
Activo por impuesto diferido	21	50.147	35.118
Total activo no corriente		**2.771.945**	**1.059.399**
Total activo		**4.143.160**	**2.188.802**
Pasivo y patrimonio			
Pasivo corriente			
Acreedores comerciales	11	144.377	51.169
Deudas financieras	12	1.350.671	758.790
Otras cuentas por pagar	13	241.144	212.319
Total pasivo corriente		**1.736.192**	**1.022.278**
Pasivo no corriente			
Deudas financieras	12	1.602.666	725.774
Total pasivo no corriente		**1.602.666**	**725.774**
Total pasivo		**3.338.858**	**1.748.052**
Patrimonio	14		
Capital		12.876	12.876
Reservas		151.514	151.514
Resultados acumulados		639.912	276.360
Total patrimonio		**804.302**	**440.750**
Total pasivo y patrimonio		**4.143.160**	**2.188.802**

Las notas que acompañan a los estados financieros forman parte integrante de los mismos.

El informe fechado el 16 de marzo de 2018
se extiende en documento adjunto
Deloitte S.C.

Agroempresa Forestal S.A.

Estado de resultados
por el ejercicio finalizado el 31 de diciembre de 2017
(cifras en dólares estadounidenses)

	Nota	2017	2016
Ingreso de actividades ordinarias	15	3.658.159	2.380.002
Costo de los bienes vendidos y servicios prestados	16	(1.579.771)	(1.052.961)
Margen bruto		**2.078.388**	**1.327.041**
Gastos de administración y ventas			
Sueldos y jornales		(653.638)	(396.005)
Servicios tercerizados		(183.052)	(260.019)
Gastos en el exterior		(89.496)	(73.238)
Honorarios profesionales		(79.895)	(129.926)
Incobrables		(43.918)	-
Alquileres		(41.778)	(35.481)
Energía y combustible		(17.450)	(12.401)
Amortización activos intangibles		(12.204)	(14.376)
Amortización de propiedad, planta y equipo		(11.918)	(14.244)
Comunicaciones		(7.797)	(8.021)
Impuestos, tasas y contribuciones		(6.846)	(5.176)
Seguros		(6.408)	(12.723)
Litigios		-	(32.276)
Otros gastos		(101.575)	(74.957)
		(1.255.975)	**(1.068.843)**
Resultados financieros	17	(159.137)	(78.014)
Resultados diversos	18	(151.517)	-
Resultado antes de impuestos		**511.759**	**180.184**
Impuesto a la renta	21	(128.211)	(54.196)
Resultado del ejercicio		**383.548**	**125.988**

Las notas que acompañan a los estados financieros forman parte integrante de los mismos.

El informe fechado el 16 de marzo de 2018
se extiende en documento adjunto
Deloitte S.C.

Agroempresa Forestal S.A.

Estado del resultado integral
por el ejercicio finalizado el 31 de diciembre de 2017

(cifras en dólares estadounidenses)

	2017	2016
Resultado del ejercicio	383.548	125.988
Otros resultados integrales	-	-
Resultado integral del ejercicio	383.548	125.988

Las notas que acompañan a los estados financieros forman parte integrante de los mismos.

El informe fechado el 16 de marzo de 2018
se extiende en documento adjunto
Deloitte S.C.

Agroempresa Forestal S.A.

Estado de flujos de efectivo
por el ejercicio finalizado el 31 de diciembre de 2017
(cifras en dólares estadounidenses)

	Nota	2017	2016
Flujo de efectivo correspondiente a actividades operativas			
Resultado del ejercicio antes de impuesto a la renta		511.759	180.184
Ajustes			
Amortización de propiedades, planta y equipo	9	77.111	92.174
Amortización de activos intangibles	10	12.204	14.376
Intereses perdidos	17	130.201	57.608
Incobrables		43.918	-
Resultado por venta de propiedad, planta y equipo		-	(8.808)
Otros ingresos devengados		-	26
Diferencia de cambio de rubros no operativos		649	8.385
Cambios en activos y pasivos operativos			
Deudores comerciales		(5.467)	(12.661)
Otras cuentas por cobrar		(20.057)	(442.605)
Inventarios		(15.955)	(32.410)
Acreedores comerciales		93.208	(126.065)
Otras cuentas por pagar		28.825	43.570
Impuesto a la renta pagado		(263.822)	(54.196)
Flujo de efectivo (aplicado a) /proveniente de actividades operativas		**592.574**	**(280.422)**
Flujo de efectivo correspondiente a actividades de inversión			
Adquisiciones de activos intangibles	10	(1.091)	-
Adquisiciones de propiedad, planta y equipo	9	(19.275)	(3.059)
Cobro por venta de propiedad, planta y equipo		-	8.808
Compra de certificados de participación		(1.846.812)	(323.029)
Flujo de efectivo aplicado a actividades de inversión		**(1.867.178)**	**(317.280)**
Flujo de efectivo correspondiente a actividades de financiamiento			
Nuevos préstamos bancarios recibidos		3.209.812	1.070.028
Cancelación de préstamos bancarios		(1.930.959)	(565.928)
Variación de préstamos con vinculadas		59.719	84.672
Distribución de dividendos	14	(19.996)	(38.632)
Flujo de efectivo proveniente de actividades de financiamiento		**1.318.576**	**550.140**
Variación en el flujo neto de efectivo		**43.972**	**(47.562)**
Saldo inicial de efectivo		38.455	86.017
Saldo final de efectivo		**82.427**	**38.455**

Las notas que acompañan a los estados financieros forman parte integrante de los mismos.

El informe fechado el 16 de marzo de 2018
se extiende en documento adjunto
Deloitte S.C.

Agroempresa Forestal S.A.

Estado de cambios en el patrimonio neto por el ejercicio finalizado el 31 de diciembre de 2017

(cifras en dólares estadounidenses)

	Nota	Capital	Reservas	Resultados acumulados	Patrimonio total
Saldos al 31 de diciembre de 2015		12.876	151.514	189,004	353.394
Movimientos del ejercicio					
Distribución de dividendos	14	-	-	(38.632)	(38.632)
Resultado integral del ejercicio		-	-	125.988	125.988
Saldos al 31 de diciembre de 2016		12.876	151.514	276.360	440.750
Movimientos del ejercicio					
Distribución de dividendos	14	-	-	(19.996)	(19.996)
Resultado integral del ejercicio		-	-	383.548	383.548
Saldos al 31 de diciembre de 2017		12.876	151.514	639,912	804.302

Las notas que acompañan a los estados financieros forman parte integrante de los mismos.

El informe fechado el 16 de marzo de 2018
se extiende en documento adjunto
Deloitte S.C.

Agroempresa Forestal S.A.

Notas a los estados financieros correspondientes al ejercicio finalizado el 31 de diciembre de 2017

Nota 1 - Información básica sobre la empresa

1.1 Naturaleza jurídica

Agroempresa Forestal S.A. ("la Sociedad") es una sociedad anónima y se encuentra estructurada bajo el régimen de sociedad cerrada. La Sociedad comenzó sus actividades en agosto del año 2000.

1.2 Actividad principal

La Sociedad tiene como giro principal la prestación de servicios forestales. Provee servicios a empresas del sector forestal y también administra activos forestales.

Esporádicamente compra y vende maquinaria forestal.

Nota 2 - Estados financieros

La Dirección ha autorizado la emisión de los estados financieros expresados en dólares estadounidenses (moneda funcional) con fecha 16 de marzo de 2018. Los mismos serán sometidos a la aprobación de la Asamblea General Ordinaria de Accionistas a realizarse dentro de los plazos legales vigentes.

Nota 3 - Principales políticas contables

3.1 Bases de presentación

Los presentes estados financieros han sido formulados de acuerdo con las normas contables adecuadas en Uruguay aplicables a la Sociedad que se encuentran establecidas sustancialmente en los Decretos 291/14, 372/15 y 408/16.

Los Decretos 291/14 y 372/15 establecen que los estados financieros correspondientes a períodos que comiencen a partir del 1 de enero de 2015 deben ser formulados cumpliendo la Norma Internacional de Información Financiera para Pequeñas y Medianas entidades (NIIF para PYMES) emitido por el Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad (IASB - International Accounting Standards Board) a la fecha de emisión del decreto y publicados en la página web de la Auditoría Interna de la Nación. No obstante, los referidos decretos establecen las siguientes excepciones a la aplicación de las NIIF para PYMES:

- Se podrá utilizar como alternativa el método de revaluación previsto en las Normas Internacionales de Contabilidad 16 y 38 para la Propiedad, planta y equipo e intangibles respectivamente.
- El estado de cambios en el patrimonio será de presentación obligatoria.
- En la aplicación de la sección 25, se podrá optar por la capitalización de préstamos prevista por la Norma Internacional de Contabilidad 23 - Costos por préstamos.
- Se deberá seguir aplicando la NIC 12 para el impuesto a la renta en lugar de la Sección 29 de la NIIF de PYMES.
- En los estados financieros separados, las inversiones en subsidiarias deben ser presentadas al valor patrimonial proporcional.

El informe fechado el 16 de marzo de 2018
se extiende en documento adjunto
Deloitte S.C.

- Para las inversiones en asociadas y negocios conjuntos, se puede optar entre lo previsto en la sección 9 de la NIIF para PYMES (costo o valor razonable) o el valor patrimonial proporcional, debiéndose utilizar la misma política en los estados financieros separados y consolidados.

Asimismo el Decreto 291/14 otorga la opción de presentar los estados financieros bajo Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) emitidas por el Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad (IASB – International Accounting Standards Board). La Sociedad ha optado por presentar sus estados financieros bajo NIIF para Pymes con las excepciones anteriormente detalladas.

El 26 de diciembre de 2016 el Poder Ejecutivo promulgó el Decreto 408/016 que introduce cambios en la presentación de los estados financieros.

Las principales disposiciones incluidas se pueden resumir en los siguientes puntos:

a) Los activos y pasivos corrientes y no corrientes deberán presentarse como categorías separadas en el Estado de situación financiera. Los activos corrientes deberán ordenarse por orden decreciente de liquidez.
b) La presentación del resultado integral total deberá realizarse en dos estados, un Estado de resultados y un Estado del resultado integral.
c) Los gastos deberán presentarse en el Estado de resultados utilizando una clasificación basada en la función de los mismos.
d) Las partidas de otro resultado integral deberán presentarse en el Estado del resultado integral netas del impuesto a la renta.
e) Los flujos de efectivo procedentes de actividades operativas deberán presentarse en el Estado de flujos de efectivo utilizando el método indirecto.

3.2 Moneda funcional

La moneda funcional de Agroempresa Forestal S.A. es el dólar estadounidense y no la moneda local de Uruguay, considerando que la primera refleja la sustancia económica de los eventos y circunstancias relevantes para la Sociedad.

3.3 Criterios generales de valuación

Salvo por lo expresado en la Nota 3.4 con relación a los rubros en moneda diferente a los dólares estadounidenses, los estados financieros han sido preparados siguiendo, en general, el principio contable de costo histórico.

Consecuentemente, salvo por lo expresado, activos, pasivos, ingresos y egresos son valuados a los importes en dinero efectivamente acordados en las transacciones que les han dado origen.

3.4 Saldos en moneda extranjera

Los saldos de cuentas en moneda extranjera (monedas distintas a la moneda funcional) resumidas en Nota 20, se muestran traducidos al tipo de cambio interbancario comprador del 31 de diciembre de 2017 ($ 28,807 por 1 US$) y al 31 de diciembre de 2016 ($ 29,34 por 1 US$). Las contrapartidas en resultados integrales, cuando corresponde, de variaciones en activos y pasivos en moneda extranjera, se muestran al tipo de cambio de la fecha de la transacción que las originó.

Las diferencias de cambio generadas en el ejercicio se exponen dentro del capítulo Resultados financieros.

El informe fechado el 16 de marzo de 2018
se extiende en documento adjunto
Deloitte S.C.

3.5 Deudores comerciales

Los deudores comerciales son reconocidos inicialmente a su valor razonable y posteriormente se miden a su costo amortizado aplicando el método del interés efectivo, menos una previsión por deterioro. Se contabiliza una previsión por deterioro en el valor de los deudores comerciales cuando existe evidencia objetiva que la Sociedad no podrá cobrar todas las sumas adeudadas de acuerdo a los términos originalmente acordados para los deudores comerciales.

3.6 Deterioro de activos tangibles e intangibles

Los valores contables de los activos son revisados al cierre de cada ejercicio para determinar si existe un indicativo de deterioro. Si algún indicativo de deterioro existiera, el monto recuperable del activo es estimado como el mayor del precio neto de venta o el valor de uso, reconociéndose una pérdida por deterioro en el Estado de resultados cuando el valor contable del activo o su unidad generadora de efectivo exceden su monto recuperable.

Una pérdida por deterioro es revertida, hasta el monto que no exceda el valor contable que hubiera correspondido si no se hubiera reconocido el deterioro, cuando posteriormente se produce un aumento en la estimación del monto recuperable.

3.7 Inventarios

Los inventarios han sido valuados al menor de su costo histórico sobre la base del precio promedio ponderado, o el valor neto de realización.

El valor conjunto de los inventarios no supera su valor de mercado.

3.8 Propiedad, planta y equipo e intangibles

Las partidas de propiedad, planta y equipo e intangibles se presentan en cada uno de sus rubros valorizado a su costo de adquisición en dólares estadounidenses. Las depreciaciones de cada período han sido calculadas en base al método lineal, considerando los años de vida útil estimados para cada uno de los bienes según el siguiente detalle:

	Amortización
Muebles y útiles	10 años
Equipos de computación	3 años
Vehículos	5 años
Maquinarias y equipos de trabajo	5 años
Software	3 años

La ganancia o pérdida proveniente en el traspaso o retiro de un elemento de propiedad, planta y equipo es determinado como la diferencia entre el ingreso por ventas y el monto en libros del activo y es reconocido como resultado.

3.9 Otros activos financieros de largo plazo

Las inversiones en otros activos financieros de largo plazo están constituidas básicamente por certificados de participación del "Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay 1", "Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay 2" y "Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay 3". Los mismos son valuados al valor razonable, siendo reconocidas en el estado de resultados todas las ganancias o pérdidas derivadas del cambio de valor.

El informe fechado el 16 de marzo de 2018
se extiende en documento adjunto
Deloitte S.C.

3.10 Impuesto a la renta

El gasto por impuesto a la renta representa la suma del impuesto corriente y el impuesto diferido.

El impuesto corriente por pagar se basa en la ganancia fiscal del año. La ganancia fiscal difiere de la ganancia neta del estado de resultados integrales ya que excluye partidas de ingresos y gastos que son imponibles o deducibles en otros años, así como partidas que nunca serán imponibles o deducibles. Los pasivos corrientes de tipo fiscal pertenecientes a la Sociedad, son calculados utilizando la normativa y tasas impositivas que se hayan aprobado, o estén sustancialmente aprobadas, a la fecha del balance.

El impuesto diferido es el impuesto que se espera pagar o recuperar en base a las diferencias que existen entre el valor en libros de un activo o un pasivo, y el valor fiscal de los mismos. El impuesto diferido se registra de acuerdo al método del pasivo en el balance. Los pasivos por impuestos diferidos se reconocen normalmente por toda diferencia temporaria imponible y los activos por impuestos diferidos se reconocen siempre que sea probable que se cuente con ganancias fiscales contra las que se puedan utilizar las diferencias temporarias deducibles. Tales pasivos y activos no se reconocen si la diferencia temporaria surge del valor llave o del reconocimiento inicial (que no haya sido en una combinación de negocios) de otros activos y pasivos en una transacción que no afectó el resultado fiscal ni el contable.

El importe en libros de un activo por impuestos diferidos es sometido a revisión a la fecha de cada balance y reducido en la medida que se estime probable que no se dispondrá de suficiente ganancia fiscal, en el futuro, como para permitir recuperar parte o la totalidad del activo.

El impuesto diferido es medido a la tasa de impuesto que se espera se aplique en el ejercicio en que se espera liquidar el pasivo o realizar el activo. El impuesto diferido reconocido en el estado de resultados integrales, excepto cuando está relacionado a partidas reconocidas directamente al patrimonio, en cuyo caso el impuesto diferido también es tratado en el patrimonio.

Los activos y pasivos por impuesto diferido son compensados cuando hay un derecho legal aplicable que permita se compensen activos corrientes por impuestos contra pasivos corrientes por impuestos, y cuando están relacionados a los impuestos a las ganancias gravados por la misma autoridad impositiva y la Sociedad pretende liquidar el impuesto corriente de sus activos y pasivos sobre una base neta.

3.11 Deudas financieras

Las deudas financieras están presentadas a su costo amortizado, con cualquier diferencia entre el costo y su valor de cancelación, reconocida en el estado de resultados durante el período de financiamiento, utilizando tasas de interés efectivas.

3.12 Previsiones

Las previsiones por deudas por reclamos legales u otras acciones de terceros son reconocidas cuando la Sociedad tiene una obligación legal o presunta emergente de hechos pasados, resulta probable que deban aplicarse recursos para liquidar la obligación y el monto de la obligación haya sido estimado en forma confiable.

3.13 Patrimonio

Capital en acciones

Representa el valor nominal de las acciones emitidas por el monto de los aportes recibidos.

El informe fechado el 16 de marzo de 2018
se extiende en documento adjunto
Deloitte S.C.

Concepto de capital a mantener

El capital a mantener, a efecto de determinar el resultado integral del ejercicio, ha sido definido como el capital financiero invertido o recibido bajo la forma de aportes de capital.

3.14 Arrendamientos

Los arrendamientos son clasificados como arrendamientos financieros cuando los términos del arrendamiento transfieren sustancialmente todos los riesgos y beneficios de propiedad al arrendatario. Cualquier otro arrendamiento es clasificado como arrendamiento operativo. Los pagos efectuados bajo arrendamientos operativos son cargados a los resultados en forma lineal durante el período del arrendamiento.

La Sociedad como un arrendador

El ingreso por rentas proveniente de arrendamientos operativos es reconocido bajo una base lineal durante el período del arrendamiento relevante. Los costos directos iniciales incurridos en negociar y acordar un arrendamiento operativo son agregados al valor en libros del activo arrendado y reconocidos bajo una base lineal durante el término del arrendamiento.

La Sociedad como un arrendatario

Las rentas pagas bajo arrendamientos operativos son cargados a pérdidas o ganancias bajo un criterio lineal durante el período del arrendamiento relevante. Los beneficios recibidos y a recibir como un incentivo a participar en un arrendamiento operativo son también reconocidos en una base lineal durante el período de arrendamiento.

3.15 Beneficios al personal

Las obligaciones generadas por los beneficios al personal, de carácter legal o voluntario, se reconocen en cuentas de pasivo con cargo a pérdidas en el período en que se devengan. La Sociedad no otorga a su personal beneficios por antigüedad y/o retiro jubilatorio.

3.16 Estimaciones de valor razonable

Se entiende que el valor nominal de los deudores comerciales y los acreedores comerciales, constituyen aproximaciones a sus respectivos valores razonables.

3.17 Determinación del beneficio

La Sociedad aplicó el principio de lo devengado a los efectos del reconocimiento de los ingresos e imputación de los egresos o costos incurridos.

Los ingresos por ventas se han tomado por el precio de venta de las mercaderías efectivamente entregadas o de los servicios prestados efectivamente.

El costo de los bienes vendidos, representa los importes que la Sociedad ha incurrido por la venta de bienes determinados, según el método de la diferencia de inventario, aplicando los criterios definidos en la Nota 3.6 para evaluar los inventarios.

El costo de los servicios brindados ha sido calculado en función de los costos incurridos directamente atribuibles a la prestación de dichos servicios.

Los gastos de administración y ventas, los resultados diversos, así como los resultados financieros fueron imputados en base al devengamiento en el ejercicio considerado.

El informe fechado el 16 de marzo de 2018
se extiende en documento adjunto
Deloitte S.C.

3.18 Permanencia de criterios contables

Los criterios aplicados en la valuación de activos y pasivos, así como también en la determinación del resultado del ejercicio para el ejercicio finalizado el 31 de diciembre de 2017, son similares con los criterios aplicados en el ejercicio anterior.

3.19 Estado de flujos de efectivo

A efectos de la elaboración del estado de flujos de efectivo, se ha considerado como fondos igual efectivo y equivalente de efectivo (Nota 4).

Nota 4 - Efectivo y equivalente de efectivo

	2017	2016
Caja	-	215
Bancos	82.427	38.240
	82.427	**38.455**

Nota 5 - Deudores comerciales

	2017	2016
Deudores simples plaza moneda extranjera	353.490	333.684
Deudores simples plaza moneda nacional	43.056	97.285
Compañías vinculadas (Nota 19)	12.400	16.428
	408.946	**447.397**

Nota 6 - Otras cuentas por cobrar

Corto plazo	2017	2016
Compañías vinculadas (Nota 19)	657.232	580.184
Certificados de créditos	14.272	15.459
Anticipo a proveedores	28.591	-
Crédito fiscal	117.032	1.142
Otras	3.690	3.696
	820.817	**600.481**

Largo plazo	2017	2016
Gastos a recuperar proyecto regional (*)	-	80.346
	-	**80.346**

(*) Corresponde a gastos a recuperar asociados a la creación de un fondo regional el cual no se ha concretado y se ha dado de baja en el ejercicio finalizado el 31 de diciembre de 2017.

Nota 7 - Inventarios

	2017	2016
Mercadería de reventa	59.025	43.070
	59.025	**43.070**

El informe fechado el 16 de marzo de 2018
se extiende en documento adjunto
Deloitte S.C.

Nota 8 - Otros activos financieros

Corresponde a certificados de participación emitidos por EF Asset Management en su calidad de fiduciario de los siguientes fideicomisos: "Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay 1", "Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay 2" y "Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay 3". Dichos certificados fueron emitidos bajo la modalidad de oferta pública, e inscriptos en el registro de valores del Banco Central del Uruguay.

La composición del rubro es la siguiente:

	2017	2016
Certificados de participación BDU I	28.000	28.000
Certificados de participación BDU II	700.000	664.926
Certificados de participación BDU III	1.857.738	46.000
	2.585.738	**738.926**

Nota 9 - Propiedad, planta y equipo

A continuación se presenta la evolución del capítulo:

	Muebles y útiles	Equipos de computación	Vehículos	Maquinarias y equipos de trabajo	Total
Costo					
Saldos al 31 de diciembre de 2015	**24.135**	**93.382**	**49.519**	**521.284**	**688.320**
Aumentos	-	3.059	-	-	3.059
Disminuciones	(2.610)	(40.324)	(2.545)	(130.406)	(175.885)
Saldos al 31 de diciembre de 2016	**21.525**	**56.117**	**46.974**	**390.878**	**515.494**
Aumentos	2.700	16.575	-	-	19.275
Saldos al 31 de diciembre de 2017	**24.225**	**72.692**	**46.974**	**390.878**	**534.769**
Depreciación acumulada					
Saldos al 31 de diciembre de 2015	**10.498**	**78.290**	**45.130**	**284.570**	**418.488**
Disminuciones	(2.554)	(40.324)	(1.213)	(122.986)	(167.077)
Amortización anual	2.093	10.917	988	78.176	92.174
Saldos al 31 de diciembre de 2016	**10.037**	**48.883**	**44.905**	**239.760**	**343.585**
Amortización anual	2.233	8.697	988	65.193	77.111
Saldos al 31 de diciembre de 2017	**12.270**	**57.580**	**45.893**	**304.953**	**420.696**
Importe en libros					
Saldos al 31 de diciembre de 2017	**11.955**	**15.112**	**1.081**	**85.925**	**114.073**
Saldos al 31 de diciembre de 2016	**11.488**	**7.234**	**2.069**	**151.118**	**171.909**

El informe fechado el 16 de marzo de 2018
se extiende en documento adjunto
Deloitte S.C.

Nota 10 - Activos intangibles

A continuación se presenta la evolución del capítulo:

	Software	Total
Costo		
Saldos al 31 de diciembre de 2015	97.124	97.124
Disminuciones	(25.237)	(25.237)
Saldos al 31 de diciembre de 2016	71.887	71.887
Aumentos	1.091	1.091
Saldos al 31 de diciembre de 2017	72.978	72.978
Depreciación acumulada		
Saldos al 31 de diciembre de 2015	49.648	49.648
Disminuciones	(25.237)	(25.237)
Amortización anual	14.376	14.376
Saldos al 31 de diciembre de 2016	38.787	38.787
Amortización anual	12.204	12.204
Saldos al 31 de diciembre de 2017	50.991	50.991
Importe en libros		
Saldos al 31 de diciembre de 2017	21.987	21.987
Saldos al 31 de diciembre de 2016	33.100	33.100

Nota 11 - Acreedores comerciales

	2017	2016
Compañías vinculadas (Nota 19)	55.177	9.351
Proveedores comerciales	89.200	41.818
	144.377	51.169

Nota 12 - Deudas financieras

Corriente	2017	2016
Préstamos bancarios (*)	997.248	468.403
Compañías vinculadas (Nota 19)	348.063	288.344
Intereses a pagar	5.360	2.043
	1.350.671	758.790

No corriente	2017	2016
Préstamos bancarios (*)	1.602.666	725.404
Intereses a pagar	-	370
	1.602.666	725.774

(*) Corresponde a préstamos del BBVA, HSBC y Heritage fijados en dólares estadounidenses y con una tasa de interés fija en el primer y segundo caso y variable en el caso del Heritage.

El informe fechado el 16 de marzo de 2018
se extiende en documento adjunto
Deloitte S.C.

Nota 13 - Otras cuentas por pagar

Corriente	2017	2016
Provisión para beneficios sociales	176.889	95.479
Acreedores por cargas sociales	54.207	24.677
Adelantos de clientes	9.665	-
Otras	383	92.163
	241.144	**212.319**

Nota 14 - Patrimonio

14.1 Capital en acciones

El capital autorizado en acciones de la Sociedad al cierre de ejercicio asciende a la suma de $ 600.000 de los cuales se encuentran integrados $ 150.000 (equivalentes a US$ 12.876). El capital está representado por acciones al portador de $ 1 cada una.

14.2 Reserva legal

La reserva legal es un fondo de reserva creado en cumplimiento del artículo 93 de la Ley 16.060 de sociedades comerciales, el cual dispone destinar no menos del 5% de las utilidades netas que arroje el estado de resultados integrales del ejercicio para la formación de la referida reserva, hasta alcanzar un 20% del Capital en acciones. En el ejercicio finalizado el 31 de diciembre de 2017 no corresponde crear Reserva legal establecida por el art. 93 de la Ley 16.060 debido a que la misma ya ha alcanzado su tope legal.

14.3 Reserva por reinversiones

No existieron movimientos relacionados con dicha reserva.

14.4 Distribución de utilidades

Con fecha 14 de diciembre de 2017, la asamblea de accionistas resolvió distribuir dividendos en efectivo por un importe de US$ 19.996 (equivalente a $ 577.045) de las utilidades obtenidas en el ejercicio 2016.

Con fecha 15 de diciembre de 2016, la asamblea de accionistas resolvió distribuir dividendos en efectivo por un importe de US$ 38.632 (equivalente a $ 1.101.321) de las utilidades obtenidas en el ejercicio 2015.

Nota 15 - Ingresos por actividades ordinarias

El capítulo se compone del siguiente detalle:

	2017	2016
Administración forestal	3.473.117	2.145.773
Venta de maquinaria	103.435	-
Control de malezas	80.162	169.825
Consultoría	1.445	4.970
Otros	-	59.434
	3.658.159	**2.380.002**

El informe fechado el 16 de marzo de 2018
se extiende en documento adjunto
Deloitte S.C.

Nota 16 - Costo de los bienes vendidos y servicios prestados

El capítulo se compone del siguiente detalle:

	2017	2016
Sueldos y jornales	557.974	357.422
Honorarios profesionales	244.342	151.412
Servicios tercerizados	148.174	80.154
Energía y combustible	103.583	69.557
Alquileres	100.240	92.442
Gastos viajes exterior	93.212	73.836
Venta maquinaria	87.690	-
Depreciaciones propiedad, planta y equipo	65.193	80.175
Insumos y repuestos	26.152	8.881
Mantenimiento de vehículos	15.395	-
Comunicaciones	11.872	9.229
Gastos de exportación e importación	7.249	-
Impuestos, tasas y contribuciones	6.347	-
Seguros	3.380	5.788
Fletes	1.051	5.456
Otros	107.917	118.609
	1.579.771	1.052.961

Nota 17 - Resultados financieros

	2017	2016
Comisiones	22.091	20.376
Intereses perdidos	130.201	57.608
Diferencia de cambio	6.845	30
	159.137	78.014

Nota 18 - Resultados diversos

	2017	2016
Proyecto regional (*)	151.517	-
	151.517	-

(*) Corresponde a gastos incurridos para la concreción de diversos proyectos forestales que a la fecha no han sido lanzados.

El informe fechado el 16 de marzo de 2018
se extiende en documento adjunto
Deloitte S.C.

Nota 19 - Saldos y transacciones con compañías vinculadas

19.1 Saldos con compañías vinculadas

Deudores comerciales	**2017**	**2016**
Ernal S.A.	12.400	16.428
	12.400	**16.428**

Otras cuentas por cobrar corriente	**2017**	**2016**
Combate Serviços Florestais Ltda.	27.639	-
AF Global S.R.L.	629.593	64.768
Accionistas	-	515.416
	657.232	**580.184**
Total activo	**689.628**	**596.612**

Acreedores comerciales	**2017**	**2016**
Ernal S.A.	55.177	9.351
	55.177	**9.351**

Deudas financieras	**2017**	**2016**
AF Maderas S.R.L.	247.262	139.508
La Novillada S.A.	100.801	148.836
	348.063	**288.344**
Total pasivo	**403.240**	**297.695**

19.2 Transacciones con compañías vinculadas

Servicios prestados	**2017**	**2016**
AF Maderas S.R.L.	-	102.086
Ernal S.A.	72.871	58.459
AF Chile	-	40.246
La Novillada S.A.	-	24.326
	72.871	**225.117**

Servicios recibidos	**2017**	**2016**
AF Maderas S.R.L.	105.000	12.883
Ernal S.A.	152.421	252.531
	257.421	**265.414**

19.3 Compensaciones al personal clave de la Sociedad

	2017	**2016**
Remuneraciones a directores y gerentes	134.356	86.718
	134.356	**86.718**

El informe fechado el 16 de marzo de 2018
se extiende en documento adjunto
Deloitte S.C.

Nota 20 - Posición en moneda diferente a la moneda funcional

Los estados financieros incluyen los siguientes saldos en moneda diferente a la moneda funcional (pesos uruguayos o su equivalente por arbitraje).

	2017		2016	
	$	Equivalente en US$	$	Equivalente en US$
Activo				
Efectivo y equivalentes al efectivo	1.867.615	64.832	70.827	2.414
Deudores comerciales	1.597.521	55.456	3.336.333	113.713
Otras cuentas por cobrar	4.247.275	147.439	923.324	31.470
Total activo corriente	**7.712.411**	**267.727**	**4.330.474**	**147.597**
Activo por impuesto diferido	1.444.585	50.147	1.030.359	35.118
Total activo no corriente	**1.444.585**	**50.147**	**1.030.359**	**35.118**
Total activo	**9.156.996**	**317.874**	**5.360.833**	**182.715**
Pasivo				
Acreedores comerciales	1.008.706	35.016	909.938	31.014
Otras cuentas por pagar	6.664.096	231.336	6.534.505	222.717
Total pasivo corriente	**7.672.802**	**266.352**	**7.444.443**	**253.731**
Total pasivo	**7.672.802**	**266.352**	**7.444.443**	**253.730**
Posición neta activa/(pasiva)	**1.484.194**	**51.522**	**(2.083.611)**	**(71.016)**

Todos los saldos originados en monedas distintas al dólar estadounidense fueron tomados al tipo de cambio o arbitraje interbancario comprador del Banco Central del Uruguay al 31 de diciembre de 2017 y 2016 respectivamente.

Nota 21 - Impuesto a la renta

21.1 Componentes del impuesto a la renta reconocido en resultados

Concepto	2017	2016
Impuesto a la renta corriente	142.591	52.389
Impuesto a la renta diferido	(14.380)	1.807
Gasto de impuesto a la renta del ejercicio	**128.211**	**54.196**

21.2 Activos y pasivos por impuesto a la renta diferido

Los activos y pasivos por impuestos diferidos han sido compensados.

A continuación, se presenta una apertura de los saldos de las cuentas de impuesto diferido antes de la compensación:

Originado por:	2017	2016
Propiedad, planta y equipo e intangibles	37.657	35.118
Incobrables	10.980	-
Inventario	1.510	-
Activo neto por impuesto diferido	**50.147**	**35.118**

El informe fechado el 16 de marzo de 2018
se extiende en documento adjunto
Deloitte S.C.

12

21.3 Movimientos durante el ejercicio de las diferencias temporarias

Los siguientes son los principales activos y pasivos por impuestos diferidos reconocidos por la Sociedad y sus movimientos durante el ejercicio actual:

		Reconocido en resultados		
	2016	**Diferencia de cambio**	**Impuesto**	**2017**
Activo neto por impuesto diferido	**35.118**	649	14.380	**50.147**

21.4 Conciliación del gasto por impuesto a la renta y la utilidad contable

	2017	**2016**
Resultado contable antes de impuestos	511.759	180.184
Impuesto a la tasa aplicable del 25%	127.940	45.046
Impuestos no admitidos	(897)	-
Gastos no admitidos	14.351	6.526
Otros	(13.183)	2.624
Impuesto a la renta	**128.211**	**54.196**

Nota 22 - Hechos posteriores

Con posterioridad al 31 de diciembre de 2017 no se han producido hechos o circunstancias que afecten significativamente la situación financiera, los resultados integrales de las operaciones y los flujos de efectivo de la Sociedad.

El informe fechado el 16 de marzo de 2018
se extiende en documento adjunto
Deloitte S.C.

11. ANEXOS

ANEXO 1: CONTRATO DE FIDEICOMISO FINANCIERO

MODIFICACIÓN DE CONTRATO DE FIDEICOMISO FINANCIERO

La presente modificación de contrato de fideicomiso financiero se celebra en Montevideo, el 24 de enero de 2019, entre: **EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A.** (en adelante el "**Fiduciario**"), representado en este acto por Neison Mendiburu, con domicilio en Juncal 1392, Montevideo, RUT 21476953 0012, e inscripción en el Registro Nacional de Comercio el 7 de abril de 2003 con el número 2014; **Agroempresa Forestal S.A.** (en adelante el "**Administrador**"), representado en este acto por Francisco Bonino, con domicilio en Juncal 1437 Of. 701; y **BOLSA ELECTRÓNICA DE VALORES DEL URUGUAY S.A.**, en su calidad de Entidad Representante de los futuros suscriptores de los Valores como futuros Fideicomitentes y Beneficiarios, representado en este acto por Eduardo Barbieri, con domicilio en Misiones 1537 Piso 7 (en adelante los "**Fideicomitentes**" y conjuntamente con el Fiduciario y el Administrador, las "Partes").

ANTECEDENTES

El 17 de diciembre de 2018, las Partes firmaron el contrato de fideicomiso "FIDEICOMISO FINANCIERO FORESTAL BOSQUES DEL URUGUAY 4".

Con posterioridad a la firma del Contrato de Fideicomiso, las partes acordaron modificar determinadas cláusulas del mismo, y acordaron modificar el Contrato de Fideicomiso, el que quedará redactado en su totalidad de acuerdo a los términos que se indican a continuación.

1. DEFINICIONES

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

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

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

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

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

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

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

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

"**Beneficiarios**" son los Titulares.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

"Fideicomitentes" son los suscriptores iniciales de los Valores.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

"Vinculados" significa: (a) tratándose de personas físicas: a los accionistas, socios, directores, gerentes, administradores, representantes, síndicos o integrantes de la Comisión Fiscal, y en general, todo integrante del personal superior del Fiduciario y/o del Administrador; (b) cualquier persona física que mantenga un vínculo familiar hasta el tercer grado de consanguinidad y segundo de afinidad, o bien sean cónyuges y/o concubinos de cualquier de las personas nombradas anteriormente; y (c) tratándose de personas jurídicas, se tendrán en cuenta los vínculos de control de acuerdo con lo previsto por el artículo 49 de la Ley N° 16.060 y lo dispuesto por el artículo 271 de la Recopilación de Normas de Regulación y Control del Sistema Financiero respecto al concepto de Conjunto Económico.

2. PARTES INTERVINIENTES

Son partes de este Fideicomiso las siguientes:

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

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

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

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

3. CONSTITUCIÓN DEL FIDEICOMISO

De conformidad a lo previsto por la Ley, las Partes convienen constituir el Fideicomiso denominado **"FIDEICOMISO FINANCIERO FORESTAL BOSQUES DEL URUGUAY 4"**, que se integrará con los importes a ser pagados por los Fideicomitentes en su carácter de suscriptores iniciales de los Valores, en las condiciones que se establecen en este Contrato y para ser destinados al cumplimiento de los fines del mismo.

El Contrato de Fideicomiso quedará sujeto a la condición de que se emitan efectivamente los Certificados de Participación.

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

4. BIENES FIDEICOMITIDOS

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

invertirá en aquellos Inmuebles que sean recomendados por el Administrador de acuerdo a lo previsto en el Plan de Negocios siguiendo los procedimientos que se establecen en el presente Contrato.

Constituirán además Bienes Fideicomitidos los siguientes:

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

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

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

El Fideicomiso no podrá invertir sus recursos en valores no permitidos como inversión para los Fondos de Ahorro Previsional, de acuerdo con lo establecido en el artículo 124 de la Ley Nº 16. 713 de 3 de setiembre de 1995 (en la redacción dada por la Ley Nº 18.673 de 23 de julio de 2010) de acuerdo con lo dispuesto en el art. 59, literal d. de la Recopilación de Normas de AFAP del Banco Central del Uruguay.

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

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

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

(c) Depósitos en entidades de intermediación financiera locales calificadas como categoría 1 por el BCU.

5. PATRIMONIO DEL FIDEICOMISO

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

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

6. VALUACIÓN DEL PATRIMONIO DEL FIDEICOMISO

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

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

7. FINALIDAD DEL FIDEICOMISO

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

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

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

El Fideicomiso podrá incurrir en endeudamiento, hasta por un monto máximo equivalente al 25% del total del patrimonio del Fideicomiso, en cuyo caso el Fideicomiso podrá otorgar garantías por tal endeudamiento hasta por un monto máximo equivalente al doble del endeudamiento contraído. Este tope será calculado al momento de instrumentarse el financiamiento, tomándose a los efectos del cálculo del patrimonio del Fideicomiso, el estado contable auditado anual correspondiente al cierre del ejercicio del año anterior al que se instrumenta el financiamiento; y las futuras variaciones de tasación de los Inmuebles no afectarán el cálculo del tope para los financiamientos ya realizados. Para las aperturas de crédito no utilizadas (total o parcialmente), el tope del 25% se recalculará anualmente, tomándose a los efectos del cálculo del patrimonio del Fideicomiso, el estado contable auditado anual correspondiente al ejercicio del año anterior al que se hacer el recalculo. En caso que como resultado del recalculo realizado, el saldo no utilizado de la línea de crédito supere el tope del 25% del patrimonio del Fideicomiso, se solicitará la reducción de dicha línea a la entidad financiera que haya abierto la misma hasta alcanzar el tope del 25%, reduciéndose en la proporción correspondiente las garantías que hubieran sido otorgadas.

Este endeudamiento tendrá como objetivo optimizar la rentabilidad del Fideicomiso y facilitar la operatividad de las transacciones. Dichos endeudamientos, así como sus condiciones, incluyendo las garantías a otorgarse; así como las condiciones en que se harán las eventuales reducciones de línea de crédito y garantía, deberán ser recomendados previamente por el Comité de Vigilancia e informados a la Calificadora de Riesgo.

8. ADMINISTRACIÓN DE LOS BIENES FIDEICOMITIDOS

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

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

9. FUNCIONES Y RESPONSABILIDADES DEL ADMINISTRADOR

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

(a) Ejecutar sus tareas de acuerdo al Plan de Negocios.

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

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

- Precio de compra de Tierra: no sea mayor en 10% del estimado para el proyecto.
- Suelo Forestal: más del 60% del campo.
- Área que puede ser plantada: más del 50% del campo.
- Tasa de retorno esperada: mayor a 7% (escenario precios constantes)

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

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

(c) Gestionar, coordinar y controlar las actividades con las empresas tercerizadas, siendo de cargo del Fideicomiso los costos por la contratación de éstas. De conformidad con la cláusula 34.

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

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

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

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

(h) Llevar adelante todas las tareas necesarias para el relacionamiento con el entorno en

donde se encuentran localizados los Inmuebles.

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

(j) Negociar y acordar los contratos de seguros de los bosques.

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

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

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

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

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

(p) Solicitar que se realicen pagos a cualquier acreedor del Fideicomiso, de acuerdo a lo que se establece en el presente Contrato.

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

(r) Confeccionar el presupuesto anual del Fideicomiso de acuerdo al Plan de Negocios (el "Presupuesto"), el cual deberá ser puesto a disposición del Fiduciario, el Comité de Vigilancia y de los Titulares antes de los 15 Días Hábiles del comienzo de cada Ejercicio Anual de que se trate, a los efectos de que estos evalúen y/o eventualmente observen el mismo. El Presupuesto deberá estimar los costos, gastos y demás pagos que deba realizar el Administrador en virtud de la administración de los Bienes 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 el Fiduciario o los Titulares estimen relevante.

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

(t) Elaborar reportes trimestrales al Comité de Vigilancia, informando sobre las compras y contratos que existan con empresas Vinculadas al Administrador. En el caso de agroquímicos se deberá detallar: los precios de los mismos, su comparación con otras opciones del mercado y el proveedor.

(u) Elaborar informes de cosecha y venta de madera para el Comité de Vigilancia, que incluya: una descripción de la operativa a realizar, descripción de estratos a cosechar, datos de inventario, potenciales compradores de la madera, justificación de la asignación de la venta comparando con otras ofertas y una recomendación final incluyendo un análisis de la rentabilidad de la operación. Una vez terminada la cosecha y comercialización de la madera, el Administrador deberá presentar al Comité de

Vigilancia un informe que incluya: los resultados obtenidos en cuanto a costos, volúmenes de madera y rentabilidad real.

(v) Determinar al finalizar cada Cierre de Ejercicio los Fondos Netos Distribuibles y elevarlo para aprobación del Fiduciario de forma de que este pueda efectuar los pagos correspondientes. El informe anual de Fondos Netos Distribuibles elaborado por el Administrador a tales efectos deberá establecer los fundamentos para previsionar ejercicios futuros. Cualquier Titular podrá impugnar dicho informe dentro de los 30 (treinta) días corridos de la fecha de su recepción efectiva por entender en forma fundada que efectivamente existen Fondos Netos Distribuibles o que el monto pasible de ser distribuido podría ser mayor. En caso de no arribar a un acuerdo con el Administrador dentro del plazo de 60 días corridos a contar desde la fecha en que se presentó la impugnación ante el Fiduciario, dicha diferencia deberá ser presentada a la Asamblea de Titulares para que esta resuelva.

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

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

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

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

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

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

10. ESTÁNDARES MÍNIMOS DE DESEMPEÑO DEL ADMINISTRADOR

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

(a) Compra y/o arrendamiento de tierras: dentro de los primeros 4 (cuatro años) años, a contar desde la Fecha de Emisión, deberá comprarse y/o arrendarse al menos el 50% de las tierras definidas en el Plan de Negocios. En el caso de que las compras y/o arrendamientos sean mayores al 50%, pero menores al total del proyecto, el

Comité de Vigilancia podrá asesorar a la Asamblea de Titulares sobre si se extiende el plazo de compra o se devuelve el dinero correspondiente a tierras no compradas y/o arrendadas, reduciéndose la superficie final del proyecto.

(b) Plantación: sobre las superficies compradas y/o arrendadas y evaluadas como plantables, se deberá haber plantado un 80% de las mismas como mínimo, cuando hayan transcurrido un plazo de 12 meses desde la entrega de los campos por parte de los vendedores. Cuando se requiera aprobación de DINAMA el plazo no correrá hasta la aprobación del organismo, siempre que el Administrador haya presentado el proyecto antes de los 6 meses de la recepción del mismo. Para los campos cosechados; se deberá haber plantado un mínimo de 80% del área plantable cuando hayan transcurrido 12 meses desde que el área está disponible (entendiéndose como superficie disponible cuando la madera ha sido apeada y apilada a borde de camino). Para ello el Administrador enviará al Comité de Vigilancia un informe trimestral de las áreas que quedan disponibles para ingreso de silvicultura.

(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 cuatro meses después de terminada la plantación. En caso de eventos climáticos extremos, como sequías (déficit de precipitaciones iguales o mayores al 45% de la media del lugar en los 2 meses siguientes a la plantación), heladas o granizadas que afecten la plantación; el Administrador no será responsable del incumplimiento de esta meta siempre que los mismos sean comprobables.

(d) Cumplimiento del presupuesto anual: el Administrador deberá ejecutar el Plan de Negocios con un desvío no superior al 25% del presupuesto anual de gastos, inversiones, costos de producción y ventas presentado al Comité de Vigilancia para dicho año. La evaluación del desvío se hará una vez al año, antes de transcurridos 5 meses del cierre de ejercicio anterior.

a. Para este punto el Administrador presentará al Comité de Vigilancia un análisis comparativo entre lo presupuestado y lo ejecutado de acuerdo a la información provista por el Fiduciario.
b. No se considerarán factores climáticos extremos o eventos extraordinarios (como por ejemplo incendios o las ventas de campos) que impidan la ejecución normal del presupuesto o que requieran gastos adicionales.
c. En caso de presentarse situaciones que requieran un cambio al presupuesto, el Administrador deberá presentarlo al Comité de Vigilancia en el trimestre previo a su ejecución para su aprobación.
d. En caso de no existir acuerdo con el Comité de Vigilancia respecto a estos cambios, los mismos serán presentados a la Asamblea de Titulares para su resolución.

~~(e) Incremento Medio Anual ("IMA") de los Bosques: el Administrador deberá lograr que~~ las plantaciones alcancen un IMA, igual o superior a 75% del IMA establecido en la curva de menor crecimiento del modelo de negocio para Eucaliptus Grandis, Dunni y Pino. A efectos de determinar dicho estándar de desempeño, se tomarán en cuenta los siguientes parámetros:

- Las mediciones del IMA se realizarán a partir del año 5 para el Eucaliptus y 7 para el Pino.
- Los datos de IMA se computarán a los efectos del cumplimiento de este estándar a partir de: a) la cosecha para E. Dunni; b) el año 10 de plantado el bosque para los Eucaliptus Grandis y c) el año 12 de plantado el bosque para Pino.
- No se tendrán en cuenta para el cálculo del IMA las superficies que:

- Estén afectadas por enfermedades no atribuibles al manejo del Administrador.
- Hayan sufrido incendios.

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

Las curvas de crecimiento consideradas para cada especie son:

GRANDIS	M3/Ha	
Edad	Mínima	Mas Probable
5	74	104
6	104	145
7	142	199
8	110	153
9	151	211
10	184	258
11	219	296
12	173	259
13	218	327
14	251	376
15	284	426
16	318	482
17	355	522
18	393	558
19	434	598
20	475	629

1er raleo grandis - edad 8	80	80
2do raleo grandis - edad 11	40	40

Cosecha final	475	629
Produccion total	595	749

DUNNII	M3/Ha	
Edad	Mínima	Mas Probable
2	1	2
3	14	18
4	37	46
5	65	79
6	94	114
7	123	149
8	150	181
9	175	211
10	197	238
11	220	265
12	242	292
13	265	319
14	287	346
15	309	372

Cosecha final	197	238
Produccion total	197	238

TAEDA	M3/Ha	
Edad	Mínima	Mas Probable
7	20	24
8	54	65
9	84	101
10	111	133
11	136	162
12	158	189
13	179	213
14	196	236
15	215	257
16	232	277
17	247	295
18	262	313
19	276	329
20	289	345
21	301	360
22	313	374

1er raleo taeda - edad 13	70	70

ELLIOTTII	M3/Ha	
Edad	Mínima	Mas Probable
7	16	19
8	43	52
9	68	81
10	89	106
11	109	130
12	127	151
13	143	171
14	159	189
15	173	206
16	186	221
17	198	236
18	210	250
19	221	263
20	232	276
21	242	288
22	251	299

1er raleo elliottii - edad 13	70	70

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

A efectos de controlar los estándares de plantación y prendimiento (literales b y c anteriores), el Comité de Vigilancia designará a un técnico calificado para que lleve adelante las auditorías operativas que correspondan para verificar el cumplimiento por parte del Administrador de dichos estándares. Las auditorías operativas se deberán realizar semestralmente por los primeros 2 años de adquirido cada campo, 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

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

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

12. RENUNCIA DEL ADMINISTRADOR

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

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

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

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

Para el cálculo del Performance Fee a pagar, el Fiduciario partirá de la última valuación disponible y proyectará el valor del Fideicomiso al final del período inicialmente planteado. Para hacerlo podrá usar el modelo original del negocio o un modelo con el que el Comité de

Vigilancia y el Administrador estén de acuerdo. Para estimar la evolución de las variables que se listan debajo (salvo la evolución del valor de la Tierra), se utilizará el valor promedio resultante de la opinión de dos consultoras reconocidas. El Administrador podrá elegir entre (a) cobrar en forma inmediata (10 Días Hábiles) el monto calculado por el Fiduciario, descontado desde el fin del plazo original del Proyecto a la fecha de la remoción a una tasa del 8% anual; o (b) aguardar al final del período original para cobrar el monto sin descuento.

Las variables a ajustar serán las siguientes:

- A definir mediante opinión de consultoras
  - Evolución esperada del precio de la Madera para las especies que haya plantado el Fideicomiso.
  - Evolución esperada del precio del pastoreo.
  - Inflación en pesos y evolución del tipo de cambio esperadas.

- Con evolución pre definida
  - Evolución esperada del precio de la Tierra. La evolución de su valor futuro será 3% anual en dólares.

En caso de que el Fideicomiso no disponga de Fondos Líquidos para pagar el Performance Fee al momento de la renuncia, el Administrador deberá aguardar para el cobro al primer pago de distribuciones a los Titulares que ocurra, topeando su cobro en cada momento de distribución en el 50% de los fondos que se distribuyen.

13. CAUSALES DE REMOCION DEL ADMINISTRADOR

13.1. Remoción con justa causa

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

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

(b) incumplimiento de cualquiera de los estándares mínimos de gestión establecidos en la Cláusula 10 de este Contrato o de las obligaciones del Administrador de adquirir y mantener los Certificados de Participación indicados en la Cláusula 19 de este Contrato.;

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

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

(e) fuera decretado contra el Administrador un embargo, inhibición, o cualquier otra medida cautelar por un monto acumulado superior al diez por ciento (10%) del valor nominal de los Valores emitidos, y dichas medidas cautelares o definitivas no fueran

levantadas en el plazo de treinta (30) Días Hábiles, exceptuando de este caso a las contingencias laborales entabladas al Fideicomiso por personal de las empresas tercerizadas;

(f) la disolución o concurso del Administrador;

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

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

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

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

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

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

13.2. Remoción sin justa causa

En el caso en que se remueva al Administrador sin expresión de causa por Mayoría Especial de Titulares, el Fiduciario deberá (cualquiera fuera el momento en que la remoción se comunique), abonar al Administrador una indemnización equivalente al performance fee proyectado por el Fiduciario al momento de la remoción, con un mínimo de US$ 8.500.000 (Dólares ocho millones y medio). Si la remoción ocurriera durante los 3 (tres) primeros años del Fideicomiso, el monto calculado o el mínimo en caso de aplicar se reducirá en 50% (cincuenta por ciento).

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

Las variables a ajustar serán las siguientes:

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

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

14. DESIGNACIÓN DEL ADMINISTRADOR SUSTITUTO

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

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

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

Si dentro de los treinta (30) Días Hábiles de haber sido removido el Administrador por parte del Fiduciario, (de acuerdo a lo resuelto por la Mayoría Especial de Titulares) la Mayoría Absoluta de Titulares no hubiere designado un Administrador sustituto, o éste no hubiere asumido como tal, el Fiduciario podrá proceder a la liquidación del Fideicomiso, excepto que la mayoría absoluta de Titulares resuelva hacerse cargo de las tareas del Administrador de otra forma.

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

15. CONFLICTOS DE INTERESES

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

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

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

Sin perjuicio de lo mencionado, se autoriza expresamente al Administrador a: (i) comprar productos agroquímicos a la Novillada S.A. (empresa Vinculada al Administrador) en condiciones de mercado, para los cuales se deberá informar al Comité de Vigilancia mediante reportes periódicos. Ante cualquier observación del Comité de Vigilancia, la Mayoría Absoluta de Titulares podrá revocar la autorización para operar con la Novillada S.A. (ii) contratar a AF Maderas SRL para la gestión de ventas hacia el exterior, siempre que se cuente con la recomendación previa del Comité de Vigilancia, quien deberá: (a) verificar que la contratación permita obtener mejores condiciones que las que se obtengan en el mercado local, (b) comparar con otras alternativas del mercado, y (c) analizar la información que provea la contratada sobre los costos relacionados a la operación (modalidad "open book").

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

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

(e) Queda estrictamente prohibido a los directores y gerentes del Administrador ofrecer

asesorías, consultorías o cualquier otro servicio de la misma naturaleza al Fideicomiso

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

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

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

Estarán exceptuadas de lo previsto en este literal la participación del Administrador en los siguientes fideicomisos: Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay, Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay II y Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay III.

(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$ 330.000.000 (Dólares trescientos treinta 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$ 330.000.000
Moneda:	Dólar fondo
Distribuciones:	Toda vez que existan Fondos Netos Distribuibles luego de cada Cierre de Ejercicio, o al procederse a la venta de los Activos del Fideicomiso o por la distribución final de Fondos Netos Remanentes. En la primera etapa del fideicomiso año (0 a 2), si bien habrá disponibilidades al cierre de cada balance, estos serán destinados al financiamiento del emprendimiento. Por lo tanto, en esta etapa no necesariamente habrá fondos a distribuir porque las disponibilidades deberán cubrir futuros gastos e inversiones.

Precio:	100%
Fecha de Emisión:	Una vez registrada la oferta pública por el BCU
Inscripción:	Banco Central del Uruguay
Cotización:	Bolsa de Valores de Montevideo y BEVSA
Ley Aplicable:	Ley de la República Oriental del Uruguay

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

En caso que no se suscriba la totalidad del importe de la Emisión, el Emisor se reserva el derecho de dejar la emisión sin efecto. En dicho caso, se resolverá el Fideicomiso, sin responsabilidad para quienes hubieren suscrito Valores o a quienes dichos Valores se les hubieran sido ofrecidos.

17. SUBORDINACIÓN AL PAGO DE GASTOS

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

18. DISTRIBUCIÓN DEL FLUJO DE FONDOS. PRIVILEGIOS Y SUBORDINACIÓN

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

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

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

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

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

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

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

19. SUSCRIPCIÓN E INTEGRACIÓN

Las suscripciones de los Valores serán realizadas en la o las bolsas de valores que el Fiduciario designe, en los plazos y en las condiciones que el Fiduciario establezca en el Prospecto.

Los interesados deberán cumplir con aquellos recaudos que establezca el Fiduciario, suscribiendo la documentación que éste estime necesaria

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

El Administrador suscribirá en forma pública Certificados de Participación por el 0,6% del Importe de la Emisión sin perjuicio de los montos que le sean adjudicados conforme a lo previsto en el Prospecto. A tales efectos, el Administrador se compromete a suscribir en firme tales valores, a través de un agente habilitado a presentar ofertas de suscripción en BEVSA. Dicho compromiso estará sometido a la condición suspensiva que se obtenga el registro de los Certificados de Participación en el Registro del Mercado de Valores del Banco Central del Uruguay.

Asimismo, el Administrador se obliga a adquirir en cada año en el mercado secundario, los Certificados de Participación que sean ofrecidos por los Titulares de acuerdo al procedimiento que se establece a continuación, por un monto equivalente al 0,6% de los montos adjudicados correspondientes a ambas etapas de suscripción hasta completar una participación equivalente al 3% de los Certificados de Participación emitidos, al quinto año de la Fecha de Emisión.

Cada año, dentro de los primeros 30 Días Hábiles a contar desde que se cumpla un nuevo año de la Fecha de Emisión (en adelante el "Período de Ofertas"), los Titulares de los Certificados de Participación tendrán el derecho de vender al Administrador y este último la obligación de adquirir, un monto anual de Certificados de participación equivalente al 0,6% de los montos adjudicados correspondientes a ambas etapas de suscripción, a un precio equivalente al mayor de las siguientes opciones: el precio señalado por el vector de precios del Banco Central del Uruguay para dichos Certificados de Participación o al valor nominal (en adelante la "Opción"). El Administrador se obliga a adquirir Certificados de Participación anualmente solamente hasta alcanzar una participación equivalente al 3% de los Certificados de Participación emitidos. Sin perjuicio de lo anterior, en cualquiera de los años el Administrador podrá a su solo juicio y respetando el procedimiento aquí detallado, adquirir Certificados de Participación por un monto anual superior al previsto de forma tal de alcanzar la participación equivalente al 3% de los Certificados de Participación emitidos, antes del quinto año de la Fecha de Emisión.

Para poder ejercer la Opción, en cada año los Titulares de Certificados de Participación deberán notificar en forma escrita al Administrador y al Fiduciario, dentro del Período de Ofertas sobre su voluntad de ejercer la Opción indicando el monto ofrecido. Dentro de los 5 días hábiles posteriores a la finalización del Período de Ofertas, el Fiduciario informará a los Titulares oferentes, que así lo soliciten, sobre el monto total de Certificados de Participación ofrecidos. Si el monto de las Opciones ejercidas dentro del Período de Ofertas, superase en su conjunto el 0,6% de los montos adjudicados correspondientes a ambas etapas de suscripción, el Administrador aceptará dichas ofertas a prorrata de la cantidad de Certificados de Participación que tenga cada Titular, redondeando al número entero más cercano.

El Administrador deberá completar la adquisición de dichos Certificados de Participación dentro de los 10 Días Hábiles siguientes a contar desde la finalización del Período de Ofertas. El Administrador garantiza el derecho de Opción cediendo en garantía en favor de los Titulares de Certificados de Participación, todos los montos que le pudiesen corresponder por concepto de retribución conforme al presente acuerdo y del Contrato de

Administración. Con ese fin y para el caso de no completar la adquisición de los Certificados de Participación en el plazo mencionado, instruye al Fiduciario para que aplique los montos cedidos, al pago de los Certificados de Participación respecto de los cuales se ejerció la Opción y también instruye a la Entidad Registrante para que actuando por su cuenta y orden, anote dichos Certificados de Participación bajo su nombre una vez que el precio de los mismos sea pago con los montos derivados de la cesión en garantía.

Dicha participación en el Fideicomiso deberá ser mantenida por el Administrador durante toda la vida del Fideicomiso, siempre que continúe con su función como Administrador del Fideicomiso. El incumplimiento de las obligaciones del Administrador detalladas en esta cláusula serán causal de remoción con justa causa del Administrador conforme a la cláusula 13.1 del presente acuerdo, sin que esto implique ningún costo o responsabilidad para los Titulares.

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;

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

(d) la remuneración del estudio jurídico que ha intervenido en todo el proceso de estructuración de la emisión, Ferrere Abogados, equivalente a la suma de US$ 40.000 más IVA;

(e) el reembolso al Administrador de los gastos incurridos en cartografía, inventarios, visitas a campos, verificaciones legales, Dinama y Dirección Forestal por un monto de US$ 198.720 más IVA.

(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 en la Bolsa de Valores de Montevideo, si procediera.

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

21. ENTIDAD REGISTRANTE

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

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

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

En caso de duda sobre la titularidad de los derechos sobre los Valores, o en cualquier caso que así lo entienda conveniente, la Entidad Registrante podrá requerir la opinión de un asesor letrado independiente, o una sentencia declarativa de la Justicia, a fin de asegurar la regularidad de su conducta como encargado del Registro.

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

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

22. PLAZO DEL FIDEICOMISO

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

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

Asimismo, el Fideicomiso se extinguirá, previa resolución de una Mayoría Especial de Titulares, en caso que: (i) no se obtenga la autorización para la compra de campos de acuerdo a la ley 18.092 en el plazo de un año de presentada la solicitud correspondiente; o (ii) no se obtenga autorización para plantar de parte del MGAP y de DINAMA en el plazo de tres años de realizada la Emisión; o (iii) no se concretara dentro del plazo de un año y seis meses a contar desde la Emisión la compra del activo forestal compuesto por 60,094 hectáreas, 55,478 hectáreas en propiedad y los derechos de explotación forestal y los bosques implantados en 4,616 hectáreas arrendadas. La ubicación del proyecto es en la zona centro-este del país: Cerro Largo, Treinta y Tres, Tacuarembó, Rivera y Durazno

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

23. DESTINO DE LOS BIENES AL FINALIZAR EL FIDEICOMISO

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

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

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

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

24. OBLIGACIONES DEL FIDUCIARIO

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

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

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

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

(d) Celebrar los contratos, convenios y demás actos que se requieran para el correcto cumplimiento de los fines del Fideicomiso.

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

(f) 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.

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

(h) 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.

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

(j) A la liquidación del Fideicomiso, deberá transferir los bienes del patrimonio fiduciario remanentes, de existir, a los Titulares.

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

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

(m) Controlar que el Administrador cumpla con sus obligaciones derivadas de este Contrato y del Contrato de Administrador, en todo lo que tiene que ver con obligaciones documentales (por oposición a todas las tareas que se desarrollan en los Inmuebles que el Fiduciario no está en condiciones de controlar) sin perjuicio de lo establecido en la Cláusula 8. Las tareas a ser desarrolladas por el Administrador

en los Inmuebles serán controladas por el Comité de Vigilancia conforme lo previsto en la Cláusula 32.

(n) Abonar a los Beneficiarios los Fondos Netos Distribuibles del Fideicomiso.

25. FACULTADES DEL FIDUCIARIO

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

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

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

26. PROHIBICIONES DEL FIDUCIARIO

El Fiduciario no podrá en ningún caso:

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

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

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

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

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

27. RESPONSABILIDADES DEL FIDUCIARIO

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

El Fiduciario quedará relevado de cualquier responsabilidad por la realización de actos en

cumplimiento de las instrucciones que reciba de la Mayoría Absoluta de Titulares, pero el mismo no estará obligado a cumplir dichas instrucciones si éstas van en contra de la naturaleza jurídica o de los fines del Fideicomiso o de la normativa vigente aplicable en la materia.

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

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

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

28. CESE DEL FIDUCIARIO

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

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

(b) Por disolución o concurso del Fiduciario.

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

(d) Por renuncia de acuerdo a los términos establecidos en la cláusula 29 de este Contrato.

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

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

Aceptado el cargo por parte del Fiduciario sustituto, el nuevo fiduciario quedará investido de todas las facultades, derechos, poderes y obligaciones del Fiduciario anterior, tomando posesión de los bienes que integran el patrimonio fideicomitido.

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

29. RENUNCIA DEL FIDUCIARIO

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

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

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

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

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

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

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

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

30. SUSTITUCIÓN DEL FIDUCIARIO

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

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

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

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

El nuevo Fiduciario y/o la Mayoría Especial de Titulares comunicarán al Administrador dicha

sustitución y los datos de la nueva entidad que asumirá la calidad de fiduciario del presente Fideicomiso.

31. ASAMBLEA DE TITULARES

31.1 Forma de actuación de los Titulares

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

Nómina de Titulares: La Entidad Registrante queda expresamente autorizada a proporcionar a la Entidad Representante una nómina de los nombres y domicilio registrados de los Titulares, a los efectos que la Entidad Representante pueda convocar a los Titulares para que expresen su decisión sobre el tema que se trate. Al adquirir los Valores, los Titulares reconocen y aceptan expresamente que la Entidad Registrante estará autorizada a otorgar dicha información con el alcance establecido en este párrafo.

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

31.2 Asambleas de Titulares

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

Fecha y lugar de las Asambleas: Las Asambleas tendrán lugar en la ciudad de Montevideo en el lugar que la Entidad Representante determine y, en cuanto a su constitución y funcionamiento para adoptar resoluciones, se aplicarán las disposiciones sobre asambleas de accionistas establecidas en la Ley Nº 16.060 (arts. 345, 346 y 347), en todo lo que no se oponga a lo dispuesto en este Contrato 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 representen 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 Representante, las Bolsas de Valores en las que los Valores coticen, el BCU y los asesores o terceros que la Entidad Representante razonablemente y a su exclusivo criterio acepte que asistan.

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

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

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

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

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

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

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

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

ausentes o disidentes.

31.4 Competencia de las Asambleas

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

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

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

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

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

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

(e) Aprobar la venta anticipada, de parte o el total de los Activos, a partir del quinto año, a propuesta del Administrador, o a propuesta de la Mayoría Especial de Titulares, en este último caso siempre que dicha venta implique que la Tasa de Retorno (TIR) del proyecto sea superior al 8.5%.

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

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

(h) La sustitución de la Entidad Representante.

32. COMITÉ DE VIGILANCIA

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

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

Las atribuciones del Comité de Vigilancia serán:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

(l) Analizar los informes que elabore el Administrador respecto a compras y contratos con Vinculadas al Administrador y sobre cosechas y ventas de madera.

(m) Analizar, evaluar y dar las aprobaciones cuando corresponda, respecto a los estándares mínimos de desempeño del Administrador de acuerdo a lo establecido en la cláusula 10 de este Contrato.

(n) Emitir un informe con su opinión respecto a la actuación del Administrador en caso de baja en la calificación de riesgo por debajo del grado inversor, que sea consecuencia de una mala gestión del Administrador.

(o) Analizar y realizar las observaciones que entienda correspondientes respecto a la información que le presente el Administrador con relación a la compra de productos agroquímicos a La Novillada S.A.

(p) Aprobar la contratación de AF Maderas SRL para la gestión de ventas hacia el exterior, de acuerdo a lo establecido en el artículo 15 de este Contrato.

(q) En caso de contratarse a AF Maderas SRL para la comercialización de madera, el Comité de Vigilancia deberá supervisar y controlar dichas actividades, en ese sentido deberá:

i. Contratar informes de precios de madera con destino celulosa y aserrío.
ii. Control de informes comerciales elaborados por AF Maderas SRL. en relación a la exportación de madera rolliza.
iii. Con el objetivo de comparar los precios ofertados por AF Maderas SRL. en relación a otras opciones de mercado, recibirá las ofertas que surjan de los llamados de madera exportable y definirá en consulta con el Administrador la asignación de volúmenes de acuerdo a las ofertas.
iv. Control de informes comerciales elaborados por AF Maderas SRL. en relación a la exportación de madera rolliza: recibir la estrategia comercial propuesta, comparar precios con mercado local y seguimiento del cumplimiento de los volúmenes planificados.
v. Controlar que la contratación de AF Maderas SRL. para la comercialización de la madera, se realice bajo la premisa de que su contratación resulte más beneficiosa para el Fideicomiso que si fuera realizado mediante otro proveedor. Cualquier control por parte del Comité de Vigilancia no eximirá al Administrador ni al Fiduciario de las responsabilidades asumidas bajo el presente Contrato de Fideicomiso y/o el contrato de Administración.

(r) Control de gestión de pastoreos: seguimiento del porcentaje del área dada en pastoreo y precios.

(s) Otorgar el visto bueno para que el Fiduciario autorice el pago de comisiones inmobiliarias por encima de US$ 50 por hectárea.

(t) Otorgar el visto bueno para que el Fiduciario autorice los endeudamientos en los que incurra el Fideicomiso, controlando especialmente las condiciones y garantías de los mismos.

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

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

33. INFORMACIÓN Y RENDICIÓN DE CUENTA A LOS TITULARES

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

- Trimestralmente: copia del informe del Administrador en el cual se indique el desarrollo del programa de inversiones como así también cualquier información que pudiera resultar relevante a los Beneficiarios.

- Semestralmente: un informe con los Estados Contables del Fideicomiso y copia de los reportes operativos y comerciales trimestrales preparados por el Administrador.
- Anualmente: copia de los Estados Contables del Fideicomiso, un informe sobre los Fondos Netos Distribuibles de existir, comisiones pagadas al Administrador, copia del informe anual operativo y comercial preparado por el Administrador y el presupuesto anual del Fideicomiso preparado por el Administrador.
- A los Titulares que así lo requieran, el Fiduciario le enviará copia de los informes de las auditorías técnicas, así como las tasaciones que se realicen de los Inmuebles.

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

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

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

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

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

34. GASTOS, TRIBUTOS Y OTROS COSTOS DEL FIDEICOMISO

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

Constituirán Gastos del Fideicomiso, entre otros:

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

(b) los Impuestos del Fideicomiso;

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

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

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

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

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

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

(i) gastos de liquidación del Fideicomiso;

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

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

(l) comisiones inmobiliarias, las cuales no podrán superar US$ 50 por hectárea; en caso que sean superiores se deberá solicitar el visto bueno del Comité de Vigilancia

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

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

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

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

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

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

35. RETRIBUCIÓN DEL FIDUCIARIO

En compensación por los servicios que el Fiduciario se obliga a prestar por el presente Contrato por la administración del presente Fideicomiso, el Fiduciario percibirá US$ 10.500 (Dólares estadounidenses diez mil quinientos) y UI 93.000 (Unidades indexadas noventa y tres mil) por mes, que serán pagados dentro de los primeros 10 días de cada mes.

La porción de los honorarios a ser abonada en dólares se ajustará anualmente de acuerdo a la variación del IPC de los Estados Unidos de América

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

La retribución será de cargo del patrimonio del Fideicomiso.

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

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

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

36. RETRIBUCIÓN DEL ADMINISTRADOR

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

(a) durante los primeros 5 años del proyecto la cantidad fija anual de US$ 3.795.000 (tres millones setecientos noventa y cinco mil) ajustada según paramétrica de conformidad con lo establecido a continuación; mientras que desde el año 6 del proyecto en adelante la remuneración será U$S 2.970.000 (dos millones novecientos setenta mil) ajustada según paramétrica de conformidad con lo establecido a continuación estableciéndose que dicho monto, luego de ser ajustado por la paramétrica no podrá ser mayor al 1,5% del valor del patrimonio contable del Fideicomiso según los últimos estados contables presentados en el Banco Central del Uruguay.

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

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

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

El monto de la retribución, una vez ajustado por la paramétrica no podrá ser mayor al 1,5% del valor resultante de la valuación anual del Fideicomiso vigente al momento del ajuste.

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

A efectos de determinar el monto del "performance fee", se calculará la Tasa Interna de Retorno del Proyecto en el último año de operación del Fideicomiso, considerando los flujos de fondos libres obtenidos por los inversores durante el período y el valor del patrimonio del fideicomiso, previo a su liquidación. La inversión inicial (US$ 330.000.000) se actualizará en ese año, utilizando la tasa de descuento del 8%. A la diferencia resultante entre la inversión inicial actualizada a la TIR y la inversión actualizada al 8%, se le aplicará el porcentaje del 12%, obteniéndose de esta forma, el "performance fee" a pagar al Administrador en el último año.

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

Dichas retribuciones serán de cargo del patrimonio del Fideicomiso.

El pago de la retribución fija se hará efectivo dentro de los diez Días Hábiles del mes siguiente al que corresponda, contra la presentación de la factura del Administrador. Y en caso de corresponder el pago por desempeño, se hará al año 20 o antes si el Fideicomiso se liquida previamente.

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

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

37. INDEMNIDAD DEL FIDUCIARIO

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

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

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

38. INDEMNIDAD DEL ADMINISTRADOR

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

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

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

39. RESERVA PARA CONTINGENCIAS

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

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

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

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

40. RESERVA DE LIQUIDACIÓN DEL FIDEICOMISO

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

interpretación conflictiva de normas particulares al respecto.

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

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

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

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

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 Fiduciario en su calidad de Entidad Registrante 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.

PAPEL NOTARIAL DE ACTUACIÓN

Fo Nº 710188

ESC. FLORENCIA TABOAS RIBEIRO - 14606/1

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

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

Nelson Menéburu

Por BOLSA ELECTRÓNICA DE VALORES DEL URUGUAY S.A.,

Eduardo Barbieri

Por AGROEMPRESA FORESTAL S.A.

Francisco Bonino

Sigue el Papel Notarial de Actuación

Serie Fo Nº 710084

FLORENCIA TABOAS RIBEIRO
ESCRIBANA

ANEXO AL CONTRATO DE FIDEICOMISO
PLAN DE NEGOCIO DEL PROYECTO

1. CARACTERIZACIÓN DEL PROYECTO A ADQUIRIR

El objetivo general del presente Fideicomiso es desarrollar en forma sustentable un proyecto para la explotación sostenible de bosques de Eucalyptus y Pinos, certificadas con la norma FSC O PEFC, para comercializar su madera en el mercado uruguayo e internacional, aprovechando las ventajas comparativas de la silvicultura en la región.

Se trata de estructurar una opción atractiva de inversión a largo plazo respaldada por un activo tangible que aumenta de valor y desarrollada mediante un plan forestal gestionado.
El proyecto se basa en la adquisición y/o arrendamiento de campos mayoritariamente forestados o a forestar. Se estima que con el monto de la emisión establecida será posible adquirir y/o arrendar una superficie aproximada de 60,000 hectáreas de las cuales el 60% a 65% se encuentren forestadas con alguna de las especies comerciales de mayor implantación en el Uruguay, a saber Eucalyptus sp. y Pino sp. Idealmente las plantaciones deberían encontrarse a mitad de su ciclo productivo.

La ubicación preferente de las plantaciones es en la zona centro-este del país: Cerro Largo, Treinta y Tres, Tacuarembó, Rivera y eventualmente Durazno por ser una zona de gran potencial para la explotación forestal.

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

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

2. GENERALIDADES DEL PROYECTO EN ESTUDIO

Al momento de la presentación de este documento se está completando el due diligence de un activo forestal compuesto por 60,094 hectáreas, 55,478 hectáreas en propiedad y los derechos de explotación forestal y los bosques implantados en 4,616 hectáreas arrendadas. Las plantaciones ocupan 37,662 hectáreas de las cuales 22,842 hectáreas corresponden a Eucalyptus y 14,820 hectáreas a Pino, lo cual arroja un aprovechamiento del 63%.

De este patrimonio forestal se proyecta una cosecha total de unos 18 millones de m3 de madera de Eucalyptus para aserrío y pulpa a lo largo de los 20 años de vida del proyecto. Las áreas cosechadas serán replantadas con Eucalyptus sp orientado a la producción de madera para aserrío libre de nudos y en las zonas que productivamente no sea esta la mejor opción se plantarán especies de Eucalyptus con destino a la producción de pulpa de celulosa.

Asimismo, se estima una cosecha final (tala rasa) de unos 5 millones de m3 de madera de Pino, de los cuales el 75% corresponderá a madera para aserrío. La cosecha final del Pino tendrá lugar sobre el estadio medio de vida del proyecto. A medida que se registren las cosechas se establecerá una plantación eficiente y de alta calidad de las especies Eucalyptus Grandis (60% aproximadamente) y Eucalyptus Dunnii (40% aproximadamente). Con la plantación de las dos especies se busca: a) diversificación biológica, especies con diferentes curvas de crecimiento y por tanto distinta susceptibilidad a enfermedades, pestes,

etc. y b) diversificación comercial, la venta de madera y el margen está dividido casi en iguales proporciones en los dos destinos de la madera, i.e. aserrío y celulosa.

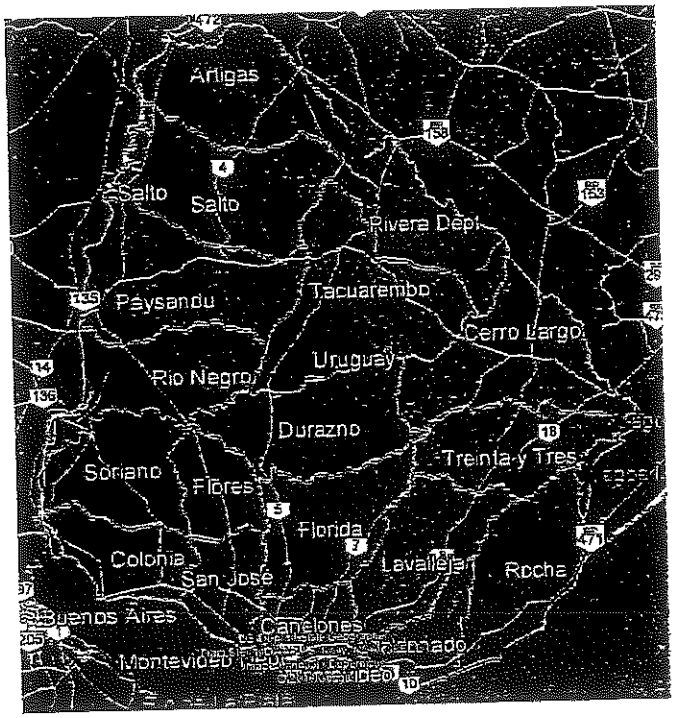
Uso de la tierra (hectáreas)	En propiedad	Arrendada	Total
Total	55,478.4	4,616	60,094
Plantado	34,472.1	3,796	38,268
Otros usos (*)	21,006.3	820	21,826

(*) Pastoreo, caminería, infraestructura, etc

Los ingresos del proyecto provienen de la venta de madera, venta de la tierra y bosques en pie al final del proyecto, ingresos por pastoreo, e ingresos por venta de certificados de carbono. La facturación estimada durante el ciclo del proyecto es de US$ 1,939 millones. El 72% de las ventas totales del proyecto corresponden a la venta de madera.

3. UBICACIÓN DEL PROYECTO

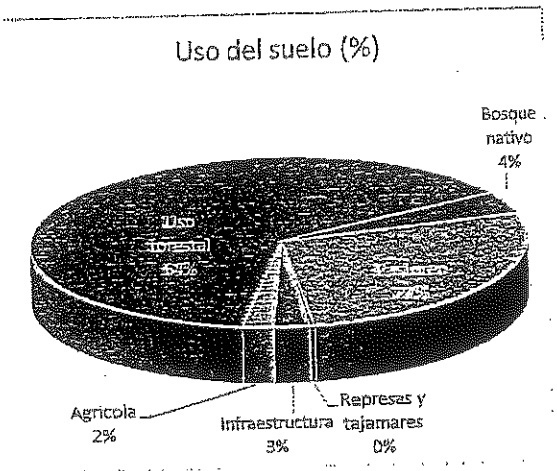
La ubicación del proyecto es en la zona centro-este del país: Cerro Largo, Treinta y Tres, Tacuarembó, Rivera y Durazno.





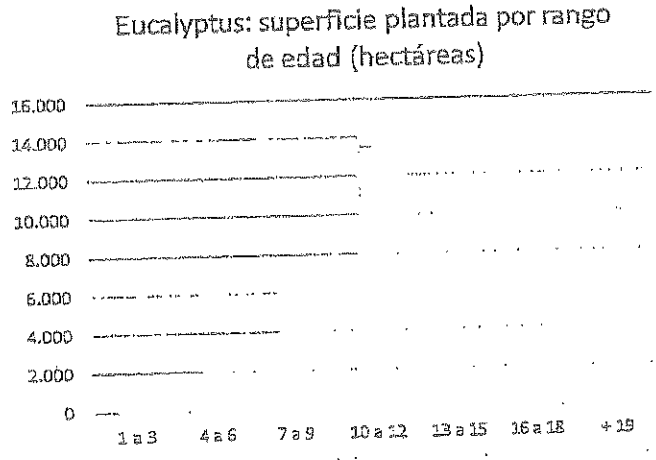
4. USO DE LA TIERRA

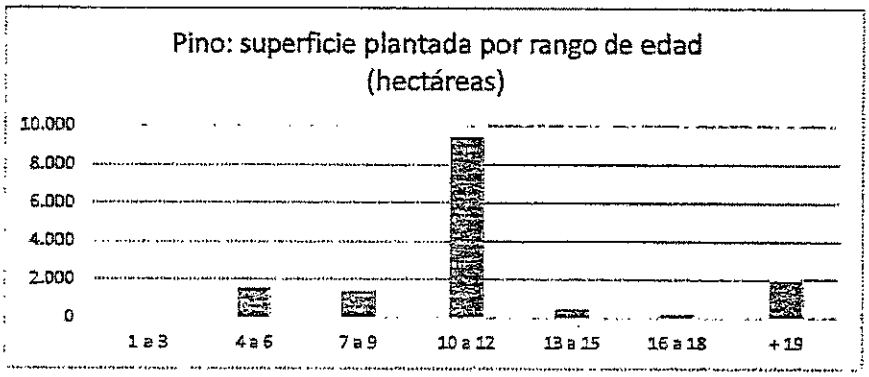
PROPIA	Área (hectáreas)
Uso forestal	35,252
Bosque nativo	2,366
Pastoreo	15,164
Represas y tajamares	194
Infraestructura	1,346
Agrícola	1,156
Total	**55,478**



5. ESPECIES PLANTADAS y DISTRIBUCION DE EDADES

Distribución por especie y edad de los bosques en el proyecto a estudio (Fideicomiso Bosques del Uruguay 4)





6. MANEJO SILVICULTURAL, CRECIMIENTO y PRODUCCION ESTIMADOS

Eucalyptus

- La plantación fue realizada con una densidad de 1,250 plantas por hectárea.
- El crecimiento esperado para el Eucalyptus Globulus es de 7 a 14 m3/ha/año.
- El crecimiento esperado para el Eucalyptus Dunii y Eucalyptus Maideni es de 22 a 27 m3/ha/año.
- La cosecha final de ambos se realiza a los 9 a 10 años de plantado

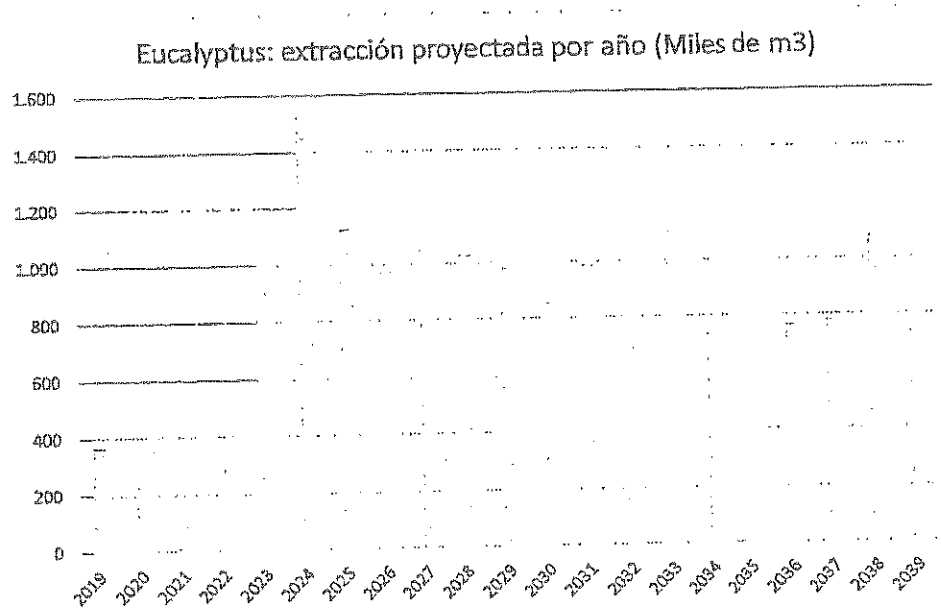
Pino

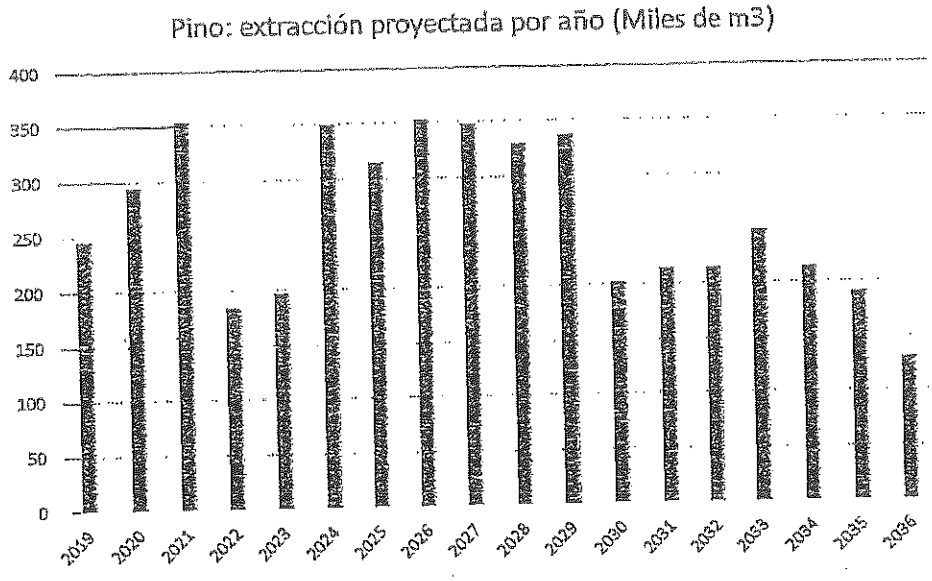
- La plantación fue realizada con una densidad inicial de 1,000 plantas por hectárea.
- El objetivo es llegar a una densidad final de 350 plantas por hectárea al momento de la tala rasa.
- A los 5/6 años se realiza un raleo a desecho, quedando la plantación con una densidad de 600 plantas por hectárea.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

7. FLUJO ESPERADO DE EXTRACCION DE MADERA

Durante el ciclo del proyecto se estima una producción de 23 millones de m^3, a saber:

- 18 millones de m^3 de Eucalyptus con destino a aserrío y pulpa
- 5 millones de m3 de Pino con destino a aserrío





8. CARACTERIZACIÓN DE LAS ESPECIES DEL PROYECTO

Eucalyptus grandis

Es la especie más plantada en áreas tropicales y subtropicales de cuatro continentes para uso industrial de madera. Se han llevado a cabo programas masivos en Sudáfrica y en Brasil y existen plantaciones comerciales en Angola, Argentina, India, Uruguay, Congo,

Zambia y Zimbabue. En el pasado reciente, el principal uso de este árbol ha sido para madera sólida.

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

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

Eucalyptus dunnii

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

Pino Taeda

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

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

9. PRODUCCIÓN Y CICLO DE VIDA DE LA PLANTACIÓN

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

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

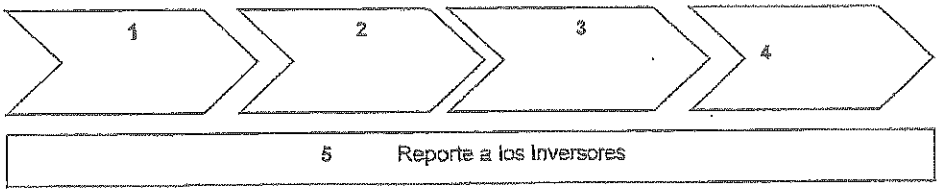
En el caso del proyecto en estudio las plantaciones se encuentran en distintas etapas de su ciclo productivo

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

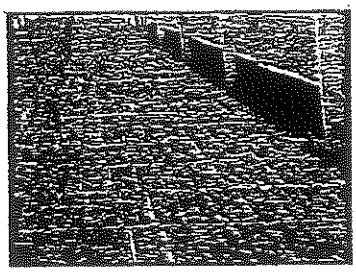
El proyecto prevé una cosecha de 23 millones de m3 de madera en total, de los cuales el 66% es con destino a aserrío. Esta madera provendrá de las cosechas finales de Pino y E. Grandis. La madera para pulpa provendrá de los raleos de E. Grandis y de la tala rasa de los montes de E. Dunnii.

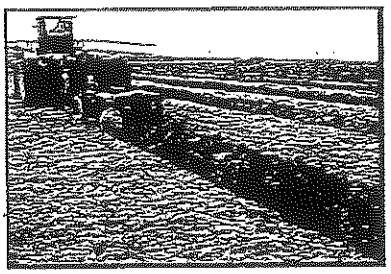
A continuación, se describen las principales fases del proyecto.

Flujo de actividades físicas del proyecto



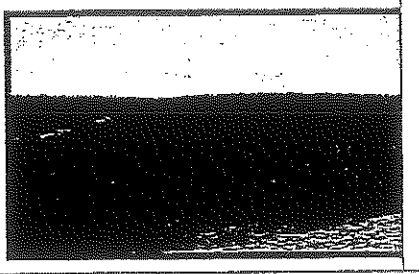




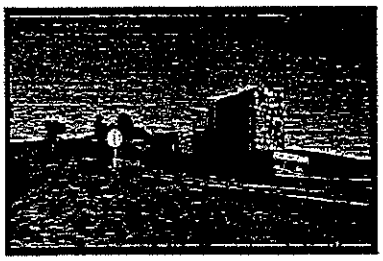


Deben seleccionarse los lugares, esto implica identificar y adquirir aquellos con suelos apropiados, topografía, ubicación, etc.
Se prepararán los plantines en vivero para luego plantarlos en el campo, se aplicarán los herbicidas y se hará la plantación y fertilización.





Se realizan aplicaciones de control de malezas y de hormigas.
Raleo a desecho y primer poda.

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

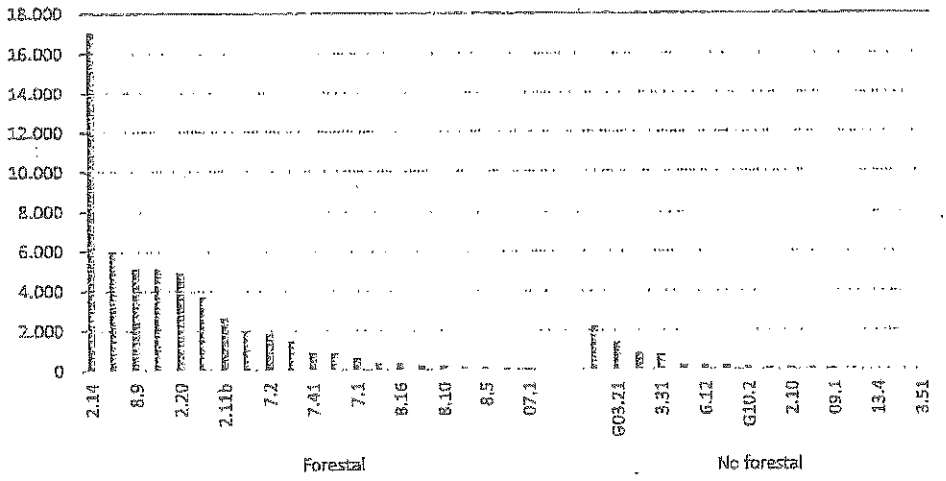
10. SELECCIÓN DE LOS INMUEBLES RURALES

El proyecto en estudio está ubicado en la zona centro-este del país: Cerro Largo, Treinta y Tres, Tacuarembó, Rivera y Durazno.

En términos generales los accesos y caminos internos para circulación son buenos y el porcentaje de aprovechamiento es del 65%.

Un 66% de la superficie está compuesto por suelos de prioridad forestal Grupo 2 y un 15% por suelos de prioridad forestal Grupo 8. El resto corresponde a suelos de prioridad forestal Grupo 7. La calidad de los suelos en general es buena, con profundidades adecuadas para el crecimiento de los árboles.

- **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 está 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.



11. PLANTACIÓN

La plantación se hará en los meses de primavera u otoño por un equipo dirigido por el Administrador. La densidad de plantación será de 1,333; 1,000 y 1,250 árboles por hectárea para E. Dunnii, E. Grandis y P. Taeda respectivamente. El E. Grandis híbrido y el E. Grandis clonal se plantan a una densidad de 650 plantas por hectárea.

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

Los costos de plantación proyectados fueron de US$ 1.498 y US$ 1.538 por hectárea para E. Grandis y E. Dunnii respectivamente. Para el Pino se estima un costo de implantación de US$ 1,421.

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

	E. Grandis	E. Dunnii	Pino
Laboreos	425	425	378
Herbicidas y Hormiguicida	637	637	637
Fertilizantes	44	51	39
Plantines	205	238	180
Otros	188	186	188
Total	1,498	1,538	1,421

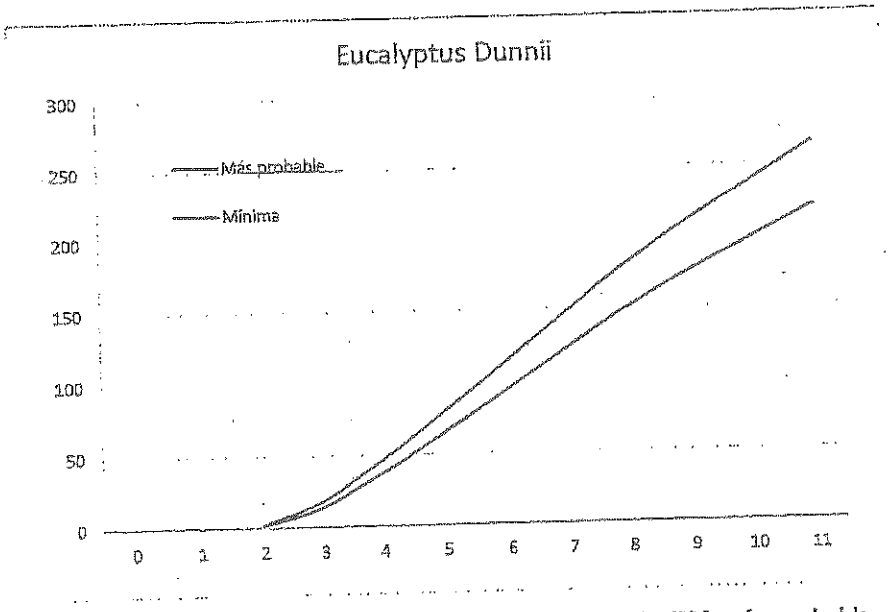
12. CRECIMIENTO

Se han modelado curvas de crecimiento para ambas especies según diferentes Incrementos Medios Anuales (IMAs). En la tabla a continuación, se muestra los volúmenes recuperables por año utilizados para evaluar el modelo.

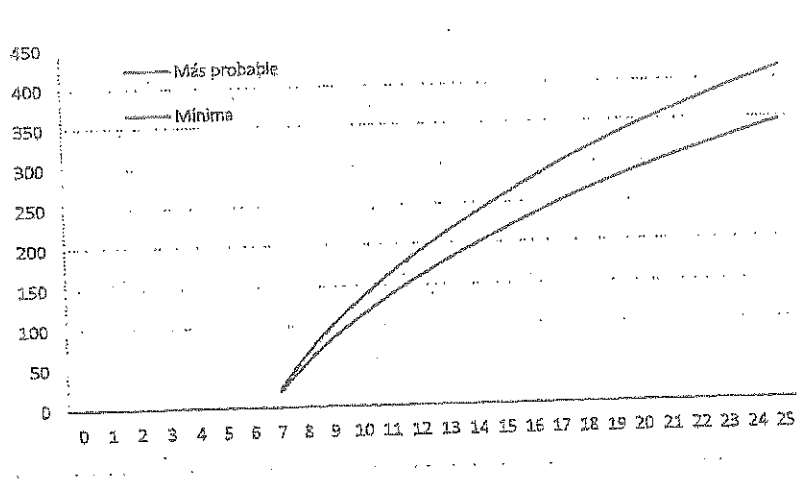
	Grandis	Grandis	Dunnii	Dunnii	Pino taeda	Pino taeda	Pino elliottii	Pino elliottii
Edad	Más probable	Mínima	Más probable	Mínima	Más probable	Mínima	Más probable	Mínima
0								
1								
2			2	1				
3			18	14				
4			46	37				
5	104	74	79	65				
6	145	104	114	94				
7	199	142	149	123	24	20	19	16
8	153	110	181	150	65	54	52	43
9	211	151	211	175	101	84	81	68
10	258	184	238	197	133	111	106	89
11	296	219	265	220	162	136	130	109
12	259	173	292	242	189	158	151	127
13	327	218	319	265	213	179	171	143
14	376	251	346	287	236	198	189	159
15	426	284	372	309	257	215	206	173
16	482	318			277	232	221	186
17	522	355			295	247	236	198
18	558	393			313	262	250	210
19	598	434			329	276	263	221
20	629	475			345	289	276	232
21	664	516			360	301	288	242
22	694	546			374	313	299	251
23	726	576			388	325	310	261
24	752	606			401	336	320	269
25	778	636			413	346	330	278
1er raleo grandis - edad 8	80	80						
2do raleo grandis - edad 11	40	40						
1er raleo taeda - edad 13	-				70	70	70	70
Cosecha final	629	475	238	197	345	289	276	232
Producción total	**749**	**595**	**238**	**197**	**415**	**359**	**346**	**302**

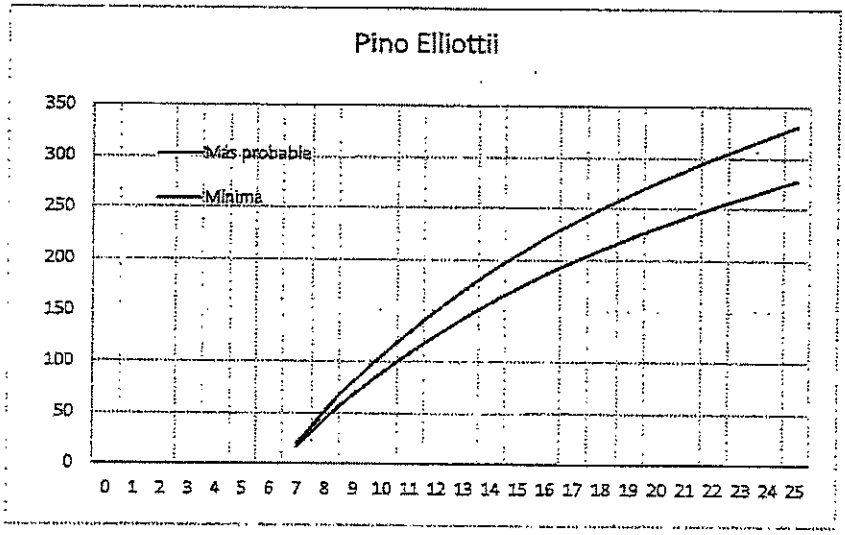
En el E. Grandis y el Pino el objetivo es lograr madera sin defectos, sin nudos, con lo cual los raleos dejarán los mejores árboles, i.e. mayor diámetro, para el turno final. Se hará en este caso una silvicultura intensiva.

E. Dunnii: evolución del volumen por hectárea por edad según IMA más probable

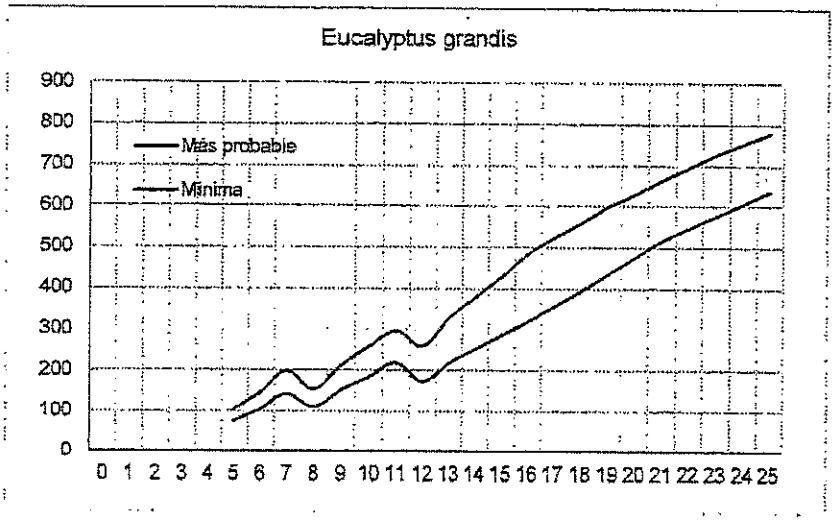


Pino: evolución del volumen por hectárea por edad según IMA más probable





E. Grandis: evolución del volumen por hectárea por edad según IMA más probable



13. SILVICULTURA

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

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

Año	E. Dunnii	E. Grandis	Pino
1	Control Malezas y	Control Malezas y hormigas	Control Malezas y

27

	hormigas		hormigas
2		Raleo desecho,	
3		Poda Nº 1 hasta 3m (550 árboles<)– y control de tocones	Control Malezas y hormigas
4		Poda Nº 2 hasta 6.0 m – 350 arb/ha	
5			Raleo desecho,
7		Poda Nº 3 - 9 m – 350 arb/ha	Poda Nº 1 hasta 2,5 m (550 árboles<)
9		Poda Nº 4 hasta 11m - 250 arb/ha (incluye marcación) solo mejores sitios	Poda Nº 2 hasta 4,0 m – 550 arb/ha
10			Poda Nº 3 hasta 6.0 m – 350 arb/ha
12		Control Tocones + Inv. Precosecha.	
14	Inventario Precosecha + Control de Hormigas 1ER		
18	Manejo de rebrotes + Control de Malezas		
20		Control Tocones + Inv. Precosecha.	

14. 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, 8 y 13). En el raleo del E. Grandis en el año 8 toda la producción es para pulpa. En el raleo del año 13, aproximadamente un 40% de la producción es madera para aserrío y el 60% restante es para pulpa.

Para el Pino se realizarán un raleo en el año 13. La madera producida se destinará a aserrío.

15. COSECHA FINAL

La cosecha o tala final es al año 10 en el caso del E. dunnii y al año 20 para el E. Grandis. Considerando los IMAs del proyecto se estima un volumen de cosecha final 238 m^3 para el primero y de 475 a 629 m^3 para el segundo según la zona donde se encuentre la plantación.

En el caso del Pino la cosecha final se realizará en el año 20 a 22. Se estima un volumen de 229 m3 a 313 m^3 a cosecha final.

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

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

16. 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. Dicho reporte incluirá información sobre: cálculo de la TIR desde la creación del Fideicomiso hasta el año correspondiente, riesgos de tipo de cambio, apalancamiento, cambios en condiciones de salida de inversiones, estrategia y eventos ocurridos en la operativa del Fidecomiso durante el transcurso del año que pudieran tener un considerable impacto reputacional, medioambiental o social que afecte el Plan de Negocios.

17. ESTÁNDARES DE PROCESO

El Fideicomiso Bosques del Uruguay 4 operará siguiendo un Sistema de Gestión aplicado por el Administrador (certificado con las normas ISO 9001), con el cual se siguen procedimientos y manuales de trabajo. Asimismo, se buscará la certificación de los bosques con la norma Forest Stewarship Council (FSC) O Programme for the Endorsement of Forest Certification (PEFC).

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

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.

18. 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

18.1 Selección de Proveedores

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

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

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

18.2 Evaluación de Proveedores

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

Además, se tendrá en cuenta para estos proveedores:

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

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

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

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

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

	Destino	Características	Precio US$/m3 (puesto en planta)
E Dunnii	pulpa		60-65
E. Grandis	pulpa		55-60
	aserrío	Diámetro mayor 30 cm	90-105
Pino	aserrío	Diámetro 20<diámetro< 30 cm	45-55

Certificados de Reducción de Emisiones

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

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

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

El volumen de carbono secuestrado va evolucionando con el stock de madera en bosque y para el caso de Bosques del Uruguay 4 se está evaluando un activo forestal que ya posee un proyecto para secuestro de carbono.

A modo de referencia podemos mencionar que los precios de los certificados de reducción de emisiones provenientes de proyectos forestales alcanzaron valores superiores a los 5 Euros por lo que su aporte influiría significativamente sobre el flujo de fondos del proyecto (el precio esperado considerado es de 2 Euros/Tonelada)

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

20. 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.

20.1 Costos del administrador forestal

Las actividades del Administrador forestal incluyen exclusivamente las detalladas en la Cláusula 9 del Contrato de Fideicomiso.

20.2 Costos de mantenimiento

Los costos de mantenimiento suman un total de US$ 38.5 por hectárea por año con el siguiente desglose:

Actividad	Costo US$/ha/año
Prevención y Combate de Incendios	15
Seguros	10
Mantenimiento de alambrados/casas	5
Contribución Inmobiliaria (solo en plantaciones de E. Dunnii)	5
Inventarios y certificación FSC:	3.5

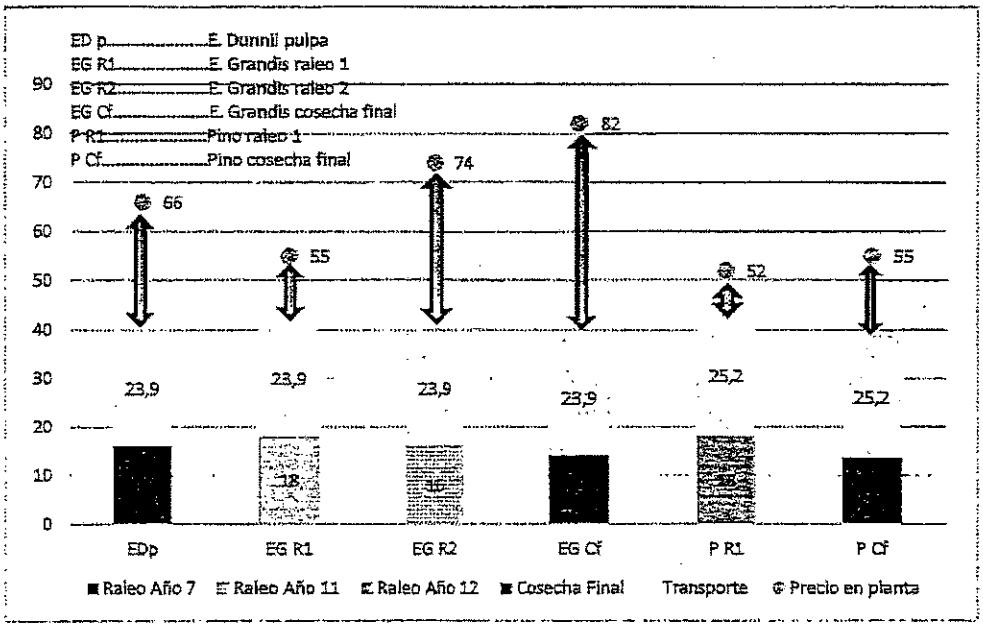
20.3 Costos de cosecha y transporte

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

	E. Dunnii	E. Grandis			Pino	
Producto	pulpa	pulpa	pulpa 60%/ aserrio 40%	pulpa 25%/ aserrio 75%	fino 60%/ grueso 40%	fino 40%/ grueso 60%
Leyenda	EDp	EG R1	EG R2	EG Cf	P R1	P Cf
	US$/m3					
Precio producto [1]	**66**	**55**	**69**	**82**	**42**	**55**
Costos directos						
Raleo desecho						
Raleo Año 7		18				
Raleo Año 11			16			
Raleo Año 12					18	
Cosecha Final	16			14		13.5
Transporte	23.9	23.9	23.9	23.9	25.2	25.2
Margen bruto	**26.1**	**13.1**	**34.1**	**44.1**	**8.8**	**16.3**

(1) Puesto en destino

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


ED p.....E. Dunnii pulpa
EG R1.....E. Grandis raleo 1
EG R2.....E. Grandis raleo 2
EG Cf.....E. Grandis cosecha final
P R1.....Pino raleo 1
P Cf.....Pino cosecha final
90
80
70
60
50
40
30
20
10
0
66
55
74
82
52
55
23,9
23,9
23,9
23,9
25,2
25,2
18
16
EDp
EG R1
EG R2
EG Cf
P R1
P Cf
Raleo Año 7
Raleo Año 11
Raleo Año 12
Cosecha Final
Transporte
Precio en planta

PAPEL NOTARIAL DE ACTUACIÓN

Fo Nº 710199

ESC. FLORENCIA TABOAS RIBEIRO - 14606/1

FLORENCIA TABOAS RIBEIRO, ESCRIBANA PÚBLICA, **CERTIFICO QUE**: I) Las firmas que lucen en el documento que antecede, Modificación de *Contrato de Fideicomiso Financiero*, son auténticas, fueron puestas en mi presencia y pertenecen a las personas hábiles y de mi conocimiento: i) José Eduardo BARBIERI RUMI, mayor de edad, titular de la cédula de identidad número 1.323.038-3, con igual domicilio a estos efectos que su representada, en su calidad de Apoderado y en nombre y representación de **BOLSA ELECTRÓNICA DE VALORES DEL URUGUAY S.A. (B.E.V.S.A.)**, persona jurídica inscripta en el Registro Único Tributario de la Dirección General Impositiva con el número 21 287643 0015, con domicilio en la ciudad de Montevideo y sede actual en la calle Misiones número 1537 Piso 7; ii) Nelson MENDIBURU BATTISTESSA, mayor de edad, titular de la cédula de identidad número 3.340.184-9, con igual domicilio a estos efectos que su representada, en su calidad de Vicepresidente del Directorio y en nombre y representación de **EF ASSET MANAGEMENT ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN SOCIEDAD ANÓNIMA**, persona jurídica inscripta en el Registro Único Tributario de la Dirección General de Impositiva con el número 21 476953 0012, con domicilio en la ciudad de Montevideo y sede actual en la calle Juncal número 1392; y iii) Francisco

José BONINO PÉREZ, mayor de edad, titular de la cédula de identidad número 1.887.909-3, con igual domicilio a estos efectos que su representada, en su calidad de Presidente del Directorio y en nombre y en representación de **AGRO EMPRESA FORESTAL SOCIEDAD ANÓNIMA**, persona jurídica inscripta en el Registro Único Tributario de la Dirección General Impositiva con el número 21 432880 0018, con domicilio en la calle Juncal número 1437 Oficina 701 de la ciudad de Montevideo; quienes previa lectura que del mismo les efectué, así lo otorgaron y suscribieron ante mí, expresando hacerlo con sus firmas habituales. **II) (i)** BOLSA ELECTRÓNICA DE VALORES DEL URUGUAY S.A. es persona jurídica hábil y vigente, constituida el 15 de enero de 1993. Su Estatuto fue aprobado por la Inspección General de Hacienda el 17 de agosto de 1993, inscripto en el Registro de Personas Jurídicas sección Registro Nacional de Comercio con el número 2.087 al folio 4.201 del libro 3 de Estatutos el 21 de octubre de 1993, y debidamente publicado en el Diario Oficial y en el Observador Económico. **(ii)** Del Estatuto Social y sus posteriores reformas, todas ellas inscriptas y publicadas, surge que: **a)** el **plazo** de la Sociedad se encuentra vigente al día de hoy; **b)** la **representación** de la sociedad le corresponde al Presidente del Directorio con las más amplias facultades

de administración y disposición; **c)** el **capital social** se encuentra representado por acciones nominativas desde su constitución. **(iii)** La sociedad comunico al Registro de Personas Jurídicas, sección Registro Nacional de Comercio en cumplimiento de la ley 17.904 la integración de su actual directorio, el día 29 de mayo de 2018 con el número 6.703. **(iv)** La indicada sociedad cumplió con lo dispuesto en la ley 19.484, habiendo comunicado sus Beneficiarios Finales al Banco Central del Uruguay, por el Escribano Gonzalo Giovanola, número ordinal 2390634, el día 29 de junio de 2018, no habiendo existido modificaciones. **(v)** Por escritura pública autorizada el 26 de agosto de 2005 por la Escribana María José Bentos Castro, BOLSA ELECTRÓNICA DE VALORES DEL URUGUAY S.A. confirió Poder de Administración a favor de **José Eduardo Barbieri Rumi**, el que contiene facultades suficientes para el presente otorgamiento. Dicho poder se encuentra vigente al día de hoy. **III) (i)** EF ASSET MANAGEMENT ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSION SOCIEDAD ANÓNIMA es persona jurídica hábil y vigente, constituida por Acta de fecha 15 de enero de 2003, cuyas firmas certificó en igual lugar y fecha la Escribana Rosalía Grassi, bajo la denominación de FL ASSET MANAGEMENT ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSION S.A. Su Estatuto fue aprobado por la Auditoría Interna de la Nación el 27

de marzo de 2003, inscripto en el Registro de Personas Jurídicas sección Registro Nacional de Comercio el 7 de abril de 2003 con el número 2.014 y publicado en el Diario Oficial y El Edicto ambos el 30 de abril de 2003. **(ii)** Por Asamblea Extraordinaria de Accionistas de fecha 16 de enero de 2004, se resolvió modificar la denominación, adoptando la actual de EF ASSET MANAGEMENT ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSION SOCIEDAD ANÓNIMA. Dicha reforma fue aprobada por la Auditoría Interna de la Nación el 17 de marzo de 2004, inscripta en el Registro de Personas Jurídicas sección Registro Nacional de Comercio el 23 de marzo de 2004 con el número 2.131 y publicada en el Diario Oficial y El Edicto ambos del 12 de abril de 2004. **(iii)** Del referido Estatuto y sus posteriores modificaciones surge que: **(a)** el **plazo** de la sociedad se encuentra vigente al día de hoy; **(b)** la **representación** de la sociedad le corresponde al Administrador, al Presidente o al Vicepresidente indistintamente o a dos Directores cualesquiera actuando conjuntamente y **(c)** el **capital** social está integrado por acciones nominativas desde su constitución. **(iv)** Por Asamblea General Ordinaria de Accionistas de fecha 23 de diciembre de 2015, se designó el siguiente Directorio: Presidente: Diego Rodríguez Castagno y Vicepresidente: **Nelson Mendiburu**, siendo los únicos directores

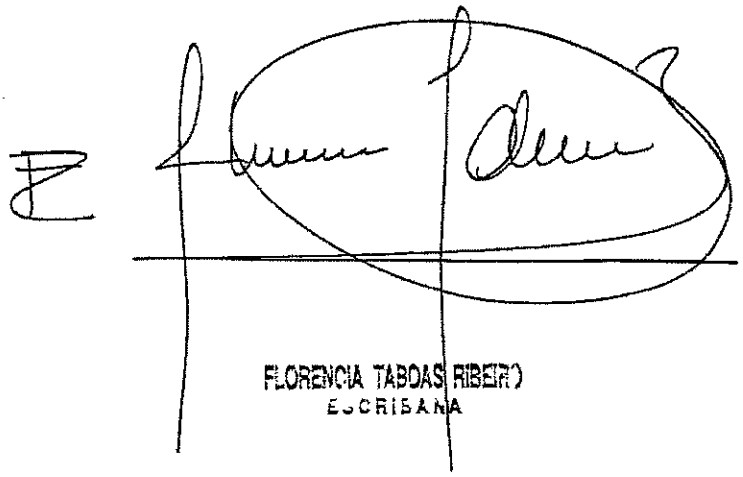
designados al día de hoy, quienes se encuentran en el ejercicio de sus cargos al día de hoy y no luciendo copiadas al libro respectivo, actas que modifiquen dicha designación. **(v)** La indicada sociedad dio cumplimiento a lo establecido en los artículos 13 y siguientes de la Ley 17.904, habiendo comunicado la integración actual del Directorio, al Registro de las Personas Jurídicas, sección Registro Nacional de Comercio, el día 7 de enero de 2016 con el número 154. **(vi)** La sociedad dio cumplimiento a lo establecido por la Ley 19.484 habiendo comunicado los titulares de sus acciones nominativas y beneficiarios finales el 10 de mayo de 2018 con intervención del Escribano Juan Ignacio Rivero según surge de la constancia de recepción que tengo a la vista número 2142316, no existiendo modificaciones con posterioridad a dicha comunicación. **IV) (i)** AGRO EMPRESA FORESTAL SOCIEDAD ANÓNIMA, es una persona jurídica debidamente constituida por acta de fecha 21 de agosto de 2000, cuyo estatuto fue aprobado por la Auditoría Interna de la Nación el 13 de setiembre de 2000, e inscripto en el Registro Nacional de Comercio con el número 11.080 el 20 de octubre de 2000, y publicado en legal forma en el Diario Oficial y Periódico Profesional el 24 de octubre de 2000. **(ii)** Por Acta de Asamblea Extraordinaria de fecha 20 de enero de 2017, la que fue

protocolizada por la Escribana Serrana Piñera el 20 de enero de 2017, cuyo primer testimonio fue inscripto en el Registro de Personas Jurídicas, sección Comercio con el número 1.260 el 1 de febrero de 2017, y debidamente publicada en el Diario Oficial y en La Hoja Judicial y Comercial, ambos el 14 de marzo de 2017, se resolvió por unanimidad ampararse en lo dispuesto por el articulo17 de la Ley 18.930, y modificar el artículo 3 del Estatuto Social que refiere a Capital y Acciones, tan solo respecto al tipo de acciones, las que pasaron a ser nominativas manteniendo su valor nominal. Dicha modificación fue comunicada a la Auditoria interna de la Nación el 28 de marzo de 2017. **(iii)** Del estatuto social y su posterior modificación resulta entre otras cosas que: **(a)** la **representación** está a cargo de un Administrador, Presidente o cualquier Vicepresidente indistintamente, o dos Directores actuando conjuntamente; y **(b)** el **capital** se encuentra formado por acciones nominativas desde la reforma de fecha 20 de enero de 2017. **(iv)** Por Asamblea Extraordinaria de Accionistas celebrada en Montevideo el 5 de diciembre de 2014, se designó el siguiente directorio: Presidente: **Francisco José Bonino Pérez**, único integrante del Directorio, quien tomo posesión de su cargo en igual fecha, encontrándose el mismo vigente a la fecha. **(v)**

ESC. FLORENCIA TABOAS RIBEIRO - 14606/1

Por escritura de declaratoria que el día 8 de diciembre de 2014 autorizó la Escribana Serrana Lorena Piñera, cuya primera copia fue inscripta en el Registro de Personas Jurídicas Sección Comercio con el número 16.745 el 10 de diciembre de 2014, la sociedad AGRO EMPRESA FORESTAL SOCIEDAD ANÓNIMA dio cumplimiento a lo dispuesto por los artículos 13 y siguientes de la Ley 17.904. **(vi)** La indicada sociedad cumplió con lo establecido en la Ley 18.930, habiendo comunicado sus accionistas al Banco Central del Uruguay el día 18 de abril de 2013 con el número 743520, habiendo declarado el representante de Agro Empresa Forestal S.A a la suscripta Escribana que con posterioridad a dicha comunicación no hubieron modificaciones en la titularidad de las acciones. **(vii)** La sociedad dio cumplimiento a lo establecido por la Ley 19.484 habiendo comunicado sus beneficiarios finales al Banco Central del Uruguay el 20 de junio de 2018, número ordinal 2253514. Según declaración de su representante no existen modificaciones con posterioridad a dicha comunicación. **V)** Tuve a la vista la documentación que acredita los extremos certificados. **EN FE DE ELLO**, a solicitud de parte interesada y para su presentación ante quien corresponda, expido el presente en cuatro fojas de Papel Notarial de Actuación de la Serie Fo

Números 710084 al 710087, y lo sello, signo y firmo en la ciudad de Montevideo el veinticuatro de enero de dos mil diecinueve.-



PAPEL NOTARIAL DE ACTUACIÓN

35

Fo Nº 710203

ESC. FLORENCIA TABOAS RIBEIRO - 14606/1

No.1. PROTOCOLIZACIÓN PRECEPTIVA DE MODIFICACIÓN DE CONTRATO DE FIDEICOMISO FINANCIERO. En la ciudad de Montevideo, el día veinticuatro de enero de dos mil diecinueve, en cumplimiento de lo dispuesto por el artículo 292 de la Ley 18.362, incorporo al Registro de Protocolizaciones a mi cargo el siguiente documento y acta: a) Contrato de Modificación de Fideicomiso Financiero, otorgado en la ciudad de Montevideo, el 24 de enero de 2019 por BOLSA ELECTRÓNICA DE VALORES DEL URUGUAY S.A. (B.E.V.S.A.), EF ASSET MANAGEMENT ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN SOCIEDAD ANÓNIMA, y AGRO EMPRESA FORESTAL SOCIEDAD ANÓNIMA; cuyas firmas certificó en la fecha y lugar indicados la suscrita Escribana; y b) la presente acta de protocolización y lo hago con el número 1 del folio número 1 al folio número 34. Esta Protocolización no tiene referencia por ser la primera que se incorpora al Registro de Protocolizaciones a mi cargo.

ES PRIMER TESTIMONIO que he compulsado de la Protocolización Preceptiva de Modificación de Contrato de Fideicomiso Financiero incorporada a mi Registro de Protocolizaciones. **EN FE DE ELLO**; para **el fiduciario** expido el presente en treinta y cuatro fojas de Papel Notarial de Actuación de la serie Fo números 710170 a 710203, que sello, signo y firmo en la ciudad de Montevideo, el veinticuatro de enero de dos mil diecinueve.

FLORENCIA TABOAS RIBEIRO
ESCRIBANA

Banco Central del Uruguay
CONSTANCIA
Los valores representativos de participaciones y/o derechos de crédito emitidos en el marco del fideicomiso financiero "FIDEICOMISO FINANCIERO FORESTAL BOSQUES DEL URUGUAY 4" en cumplimiento del presente contrato, son de OFERTA PÚBLICA
Montevideo 12 de MARZO de 2019

Aclaración de firma

JOSÉ ALEJANDRO
INTENDENTE DE
REGULACION FINANCIERA

30491712

MINISTERIO DE EDUCACION Y CULTURA
DIRECCION GENERAL DE REGISTROS

Dirección General de Registros

NRO.9090

INSCRIPTO CON EL NRO.9090, en el:
REGISTRO NACIONAL DE ACTOS PERSONALES, el dia y hora 20/03/2019 10:09:54, el documento cuyas caracteristicas se indican:

Escribano/Emisor:
TABOAS RIBEIRO FLORENCIA

FIDEICOMISO Modificacion
Calificacion: DEFINITIVO

A los solos efectos de ligar el documento que antecede con la presente, se indica:
fideicomitente
BOLSA ELECTRONICA DE VALORES DEL URUGUAY SA RUT: 212876430015
Fiduciario
EF ASSET MANAGEMENT ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSION SA RUT: 214769530012

Amparado en Reserva de Prioridad [ ],de Nombre [ ] Nro. _____ de fecha _____

Acto Condicional. Se presentó Reserva de Prioridad Nro. _____ de fecha _____

Control fiscal:

Ley 16170 art.626 recibo Nro. _____ de fecha _____

Monto Tasa Registral: 2530

Firma Registrador

Esc. MÓNICA NAPOLI
Dirección General de Registros

CADUCA: _____

DEFINITIVA: _____

Firma Registrador

ANEXO 2: DOCUMENTO DE EMISIÓN

El [---] de [---------] de 2019, **EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A.**, en su calidad de fiduciario del fideicomiso **"FIDEICOMISO FINANCIERO FORESTAL BOSQUES DEL URUGUAY 4"** (en adelante el "Fiduciario"), constituyendo domicilio en Juncal 1392, Montevideo, emite valores conforme a los siguientes términos y condiciones.

1. ANTECEDENTES

El presente Documento de Emisión se celebra de acuerdo a lo establecido en el Contrato de Fideicomiso de fecha [----------], celebrado entre el Fiduciario, Agroempresa Forestal S.A. y la Entidad Representante (en adelante el "Contrato de Fideicomiso"), y establece los términos y condiciones en los que el Fiduciario emite los Valores a favor de los Titulares, en la forma que se detalla en este Documento de Emisión, en el Contrato de Fideicomiso y en el Prospecto.

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

2. DEFINICIONES

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

3. TÉRMINOS Y CONDICIONES DE LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

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

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

3.1. Monto y moneda

El monto total de la emisión de Valores es de US$ [_____] (Dólares [___]). El valor nominal de cada Valor será de US$ 1 (Dólares uno) 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 en el Prospecto, 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

Toda vez que existan Fondos Netos Distribuibles luego de cada Cierre de Ejercicio, o al procederse a la venta de Activos del Fideicomiso o por la distribución final de Fondos Netos Remanentes.

En la primera etapa del Fideicomiso (año 0 a 2), si bien, habrá disponibilidades al cierre de cada balance, estos serán destinados al financiamiento del emprendimiento. Por lo tanto, en la esta etapa no necesariamente habrá fondos a distribuir porque las disponibilidades deberán cubrir futuros gastos e inversiones.

3.4. Plazo

Los Certificados de Participación existirán hasta la liquidación del Fideicomiso.

3.5. Limitación de responsabilidad

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

LOS BIENES DEL FIDUCIARIO NO RESPONDERÁN POR LAS OBLIGACIONES CONTRAÍDAS EN LA EJECUCIÓN DEL FIDEICOMISO Y POR LA 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 bajo los Certificados de Participación se realizarán una vez deducidos los tributos o retenciones que correspondan.

El Fiduciario como emisor de los Certificados de Participación 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 Certificados de Participación, 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 Certificados de Participación.

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 Agente de Pago a través de la transferencia electrónica a la

cuenta indicada por el Titular a tales efectos al momento de anotarse en el Registro.

El Agente de Pago 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 que éstos se produzcan como consecuencia de fallas, errores o demoras en los sistemas informáticos de los que sea responsable o administre el Agente de Pago, así como en caso de dolo o culpa grave por parte del Agente de Pago.

El Titular únicamente asumirá los riesgos y costos asociados a la utilización negligente o imprudente de su cuenta.

6. REGISTRO DE LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

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

El Registro podrá llevarse por medios físicos o electrónicos.

Los Valores serán escriturales, siendo de aplicación los artículos 14 y siguientes de la Ley 18.627

La entidad registrante emitirá a los Titulares que resulten del Registro, una constancia escrita acreditante de su calidad de tal, con los datos identificatorios del Titular, valor nominal y residual de los Valores, y cualquier otra constancia o aclaración que la entidad registrante estime conveniente.

7. MODIFICACIÓN DE LAS CONDICIONES DE LA EMISIÓN

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

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

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

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

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

(e) Aprobar la venta anticipada, de parte o el total de los Activos, a partir del quinto año, a propuesta del Administrador, o a propuesta de la Mayoría Especial de Titulares, en este último caso siempre que dicha venta implique que la Tasa de Retorno (TIR) del proyecto sea superior al 8.5%.

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

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

(h) La sustitución de la Entidad Representante.

8. OTRAS OBLIGACIONES Y RESPONSABILIDADES DEL FIDUCIARIO

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

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

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

9. SUSTITUCIÓN DEL FIDUCIARIO

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

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

10. ACTUACIÓN DE LOS TITULARES

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

La Entidad Registrante queda expresamente autorizada a proporcionar a la Entidad Representante una nómina de los nombres y domicilio registrados de los Titulares, a los efectos que la Entidad Representante pueda convocar a los Titulares para que expresen su decisión sobre el tema que se trate. Al adquirir los Valores, los Titulares reconocen y aceptan expresamente que la Entidad Registrante estará autorizada a otorgar dicha información con el alcance establecido en el Contrato de Fideicomiso.

11. ENTIDAD REGISTRANTE

El Fiduciario actúa como Entidad Registrante de la presente emisión, siendo el encargado

de llevar el Registro, de acuerdo a los términos incluidos en el presente Documento de Emisión.

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

12. ENTIDAD REPRESENTANTE

La Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A. (BEVSA) actuará como representante de los Titulares de los Títulos de Deuda, de acuerdo a lo previsto por el artículo 73 de la Ley 18.627 y en el Contrato de Entidad Representante.

13. COTIZACIÓN

Los Valores cotizarán en BEVSA y 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.

14. PROSPECTO

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

15. 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.

16. 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.

17. 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.

18. 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 N.° RR – SSF- 2019 – 183 de fecha 18 de Marzo de 2019, que habilita su oferta pública bajo la ley 18.627.

Por EF Asset Management AFISA

ANEXO 3: CONTRATO DE ADMINISTRACION

MODIFICACIÓN DE CONTRATO DE ADMINISTRACIÓN

En Montevideo, el 24 de enero de 2019, entre: POR UNA PARTE: **EF ASSET MANAGEMENT ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A.**, representada en este acto por Nelson Mendiburu, con domicilio en Juncal 1392, Montevideo, ("el Fiduciario"); y POR OTRA PARTE: **AGROEMPRESA FORESTAL S.A.**, representado en este acto por Francisco Bonino, en adelante también denominada como ("el Administrador"); se ha convenido la siguiente modificación de Contrato de Administración:

1. ANTECEDENTES

Con fecha 17 de diciembre de 2018, se convino el contrato de fideicomiso denominado "Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay 4" (en adelante el "Contrato de Fideicomiso") entre EF Asset Management AFISA en su calidad de fiduciario financiero y Agroempresa Forestal S.A. en su calidad de administrador, y la Entidad Representante en su calidad de representante de los futuros suscriptores de los Valores.

Con base en los términos y condiciones del Contrato de Fideicomiso, resultan que las funciones de 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, resultó conveniente designar a Agroempresa Forestal S.A. como Administrador durante la vigencia del Contrato de Fideicomiso, sin perjuicio de los supuestos de renuncia o revocación del Administrador, en los términos y condiciones de este Contrato.

El 17 de diciembre de 2018, las Partes firmaron el contrato de administración (el "Contrato de Administración"). Con posterioridad a la firma del Contrato de Administración, las partes acordaron modificar determinadas cláusulas del mismo, y acordaron modificar el Contrato de Administración, el que quedará redactado en su totalidad de acuerdo a los términos que se indican a continuación.

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

5. FUNCIONES Y RESPONSABILIDADES DEL ADMINISTRADOR

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

(a) Ejecutar sus tareas de acuerdo al Plan de Negocios.

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

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

- Precio de compra de Tierra: no sea mayor en 10% del estimado para el proyecto.
- Suelo Forestal: más del 60% del campo.
- Área que puede ser plantada: más del 50% del campo.
- Tasa de retorno esperada: mayor a 7% (escenario precios constantes)

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

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

(c) Gestionar, coordinar y controlar las actividades con las empresas tercerizadas, siendo de cargo del Fideicomiso los costos por la contratación de éstas. De conformidad con la cláusula 34 del Contrato de Fideicomiso.

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

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

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

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

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

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

(j) Negociar y acordar los contratos de seguros de los bosques.

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

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

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

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

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

(p) Solicitar que se realicen pagos a cualquier acreedor del Fideicomiso, de acuerdo a lo que se establece en el Contrato de Fideicomiso.

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

(r) Confeccionar el presupuesto anual del Fideicomiso de acuerdo al Plan de Negocios (el "Presupuesto"), el cual deberá ser puesto a disposición del Fiduciario, el Comité de Vigilancia y de los Titulares antes de los 15 Días Hábiles del comienzo de cada Ejercicio Anual de que se trate, a los efectos de que estos evalúen y/o eventualmente observen el mismo. El Presupuesto deberá estimar los costos, gastos y demás pagos que deba realizar el Administrador en virtud de la administración de los Bienes 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 el Fiduciario o los Titulares estimen relevante.

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

(t) Elaborar reportes trimestrales al Comité de Vigilancia, informando sobre las compras y contratos que existan con empresas Vinculadas al Administrador. En el caso de agroquímicos se deberá detallar: los precios de los mismos, su comparación con otras opciones del mercado y el proveedor.

(u) Elaborar informes de cosecha y venta de madera para el Comité de Vigilancia, que incluya: una descripción de la operativa a realizar, descripción de estratos a cosechar, datos de inventario, potenciales compradores de la madera, justificación de la asignación de la venta comparando con otras ofertas y una recomendación final incluyendo un análisis de la rentabilidad de la operación. Una vez terminada la cosecha y comercialización de la madera, el Administrador deberá presentar al Comité de Vigilancia un informe que incluya: los resultados obtenidos en cuanto a costos, volúmenes de madera y rentabilidad real.

(v) Determinar al finalizar cada Cierre de Ejercicio los Fondos Netos Distribuibles y elevarlo para aprobación del Fiduciario de forma de que este pueda efectuar los pagos correspondientes. El informe anual de Fondos Netos Distribuibles elaborado por el Administrador a tales efectos deberá establecer los fundamentos para previsionar ejercicios futuros. Cualquier Titular podrá impugnar dicho informe dentro de los 30 (treinta) días corridos de la fecha de su recepción efectiva por entender en forma fundada que efectivamente existen Fondos Netos Distribuibles o que el monto pasible de ser distribuido podría ser mayor. En caso de no arribar a un acuerdo con el Administrador dentro del plazo de 60 días corridos a contar desde la fecha en que se presentó la impugnación ante el Fiduciario, dicha diferencia deberá ser presentada a la Asamblea de Titulares para que esta resuelva.

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

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

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

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

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

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

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

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

(b) Plantación: sobre las superficies compradas y/o arrendadas y evaluadas como plantables, se deberá haber plantado un 80% de las mismas como mínimo, cuando hayan transcurrido un plazo de 12 meses desde la entrega de los campos por parte de los vendedores. Cuando se requiera aprobación de DINAMA el plazo no correrá hasta la aprobación del organismo, siempre que el Administrador haya presentado el proyecto antes de los 6 meses de la recepción del mismo. Para los campos cosechados; se deberá haber plantado un mínimo de 80% del área plantable cuando hayan transcurrido 12 meses desde que el área está disponible (entendiéndose como superficie disponible cuando la madera ha sido apeada y apilada a borde de camino). Para ello el Administrador enviará al Comité de Vigilancia un informe trimestral de las áreas que quedan disponibles para ingreso de silvicultura.

(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 cuatro meses después de terminada la plantación. En caso de eventos climáticos extremos, como sequías (déficit de precipitaciones iguales o mayores al 45% de la media del lugar en los 2 meses siguientes a la plantación), heladas o granizadas que afecten la plantación; el Administrador no será responsable del incumplimiento de esta meta siempre que los mismos sean comprobables.

(d) Cumplimiento del presupuesto anual: el Administrador deberá ejecutar el Plan de Negocios con un desvío no superior al 25% del presupuesto anual de gastos, inversiones, costos de producción y ventas presentado al Comité de Vigilancia para dicho año. La evaluación del desvío se hará una vez al año, antes de transcurridos 5 meses del cierre de ejercicio anterior.

   a. Para este punto el Administrador presentará al Comité de Vigilancia un análisis comparativo entre lo presupuestado y lo ejecutado de acuerdo a la información provista por el Fiduciario.
   b. No se considerarán factores climáticos extremos o eventos extraordinarios (como por ejemplo incendios o las ventas de campos) que

impidan la ejecución normal del presupuesto o que requieran gastos adicionales.

c. En caso de presentarse situaciones que requieran un cambio al presupuesto, el Administrador deberá presentarlo al Comité de Vigilancia en el trimestre previo a su ejecución para su aprobación.
d. En caso de no existir acuerdo con el Comité de Vigilancia respecto a estos cambios, los mismos serán presentados a la Asamblea de Titulares para su resolución.

(e) Incremento Medio Anual ("IMA") de los Bosques: el Administrador deberá lograr que las plantaciones alcancen un IMA, igual o superior a 75% del IMA establecido en la curva de menor crecimiento del modelo de negocio para Eucaliptus Grandis, Dunni y Pino. A efectos de determinar dicho estándar de desempeño, se tomarán en cuenta los siguientes parámetros:

- Las mediciones del IMA se realizarán a partir del año 5 para el Eucaliptus y 7 para el Pino.
- Los datos de IMA se computarán a los efectos del cumplimiento de este estándar a partir de: a) la cosecha para E. Dunni; b) el año 10 de plantado el bosque para los Eucaliptus Grandis y c) el año 12 de plantado el bosque para Pino.
- No se tendrán en cuenta para el cálculo del IMA las superficies que:
    - Estén afectadas por enfermedades no atribuibles al manejo del Administrador.
    - Hayan sufrido incendios.
- Para determinar el IMA de cada especie se usará la información que anualmente surge de las parcelas permanentes. La cantidad de parcelas permanentes a instalar para cada estrato y los parámetros a medir serán propuestos por el Administrador para aprobación del comité de vigilancia. Se entiende por estrato plantaciones dentro del mismo predio, especie y año de plantación. El tamaño mínimo de estrato para establecer parcelas permanentes será de 100 hectáreas. Las parcelas permanentes deberán ser medidas en su totalidad anualmente. En los campos o lotes donde exista cosecha durante el año que se está evaluando, se utilizarán los volúmenes que surjan de la cosecha para calcular el IMA como complemento a las parcelas permanentes. La medición de las parcelas permanentes será contratada por el Administrador y los resultados se presentarán al Comité de Vigilancia que podrá elegir una muestra para controlar las mediciones si así lo creyera conveniente.

Las curvas de crecimiento consideradas para cada especie son:

GRANDIS	M3/Ha	
Edad	Minima	Mas Probable
5	74	104
6	104	145
7	142	199
8	110	153
9	151	211
10	184	258
11	219	296
12	173	259
13	218	327
14	251	376
15	284	426
16	318	462
17	355	522
18	393	558
19	434	598
20	475	629

1er raleo grandis - edad 8	80	80
2do raleo grandis - edad 11	40	40

Cosecha final	475	629
Produccion total	595	749

DUNNII	M3/Ha	
Edad	Minima	Mas Probable
2	1	2
3	14	18
4	37	46
5	65	79
6	94	114
7	123	149
8	150	181
9	175	211
10	197	238
11	220	265
12	242	292
13	265	319
14	287	346
15	309	372

Cosecha final	197	238
Produccion total	197	238

TAEDA	M3/Ha	
Edad	Minima	Mas Probable
7	20	24
8	54	65
9	84	101
10	111	133
11	136	162
12	158	189
13	179	213
14	198	236
15	215	257
16	232	277
17	247	295
18	262	313
19	276	329
20	289	345
21	301	360
22	313	374

1er raleo taeda - edad 13	70	70

Cosecha final	289	345
Produccion total	359	415

ELLIOTTII	M3/Ha	
Edad	Minima	Mas Probable
7	16	19
8	43	52
9	68	81
10	89	106
11	109	130
12	127	151
13	143	171
14	159	189
15	173	206
16	186	221
17	198	236
18	210	250
19	221	263
20	232	276
21	242	288
22	251	299

1er raleo elliottii - edad 13	70	70

Cosecha final	232	276
Produccion total	302	346

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

A efectos de controlar los estándares de plantación y prendimiento (literales b y c anteriores), el Comité de Vigilancia designará a un técnico calificado para que lleve adelante las auditorías operativas que correspondan para verificar el cumplimiento por parte del Administrador de dichos estándares. Las auditorías operativas se deberán realizar semestralmente por los primeros 2 años de adquirido cada campo, y posteriormente en forma anual.

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

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

7. ACTUACIÓN DEL ADMINISTRADOR

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

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

8. RENUNCIA DEL ADMINISTRADOR

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

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

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

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

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

Las variables a ajustar serán las siguientes:

- A definir mediante opinión de consultoras
  - Evolución esperada del precio de la Madera para las especies que haya plantado el Fideicomiso.
  - Evolución esperada del precio del pastoreo.
  - Inflación en pesos y evolución del tipo de cambio esperadas.

- Con evolución pre definida
  - Evolución esperada del precio de la Tierra. La evolución de su valor futuro será 3% anual en dólares.

En caso de que el Fideicomiso no disponga de Fondos Líquidos para pagar el Performance Fee al momento de la renuncia, el Administrador deberá aguardar para el cobro al primer pago de distribuciones a los Titulares que ocurra, topeando su cobro en cada momento de distribución en el 50% de los fondos que se distribuyen.

9. CAUSALES DE REMOCION DEL ADMINISTRADOR

9.1. Remoción con justa causa

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

(a) incumplimiento calificado en cuanto a su naturaleza, gravedad y consecuencias de alguna de sus obligaciones, y no la remediare dentro del plazo de treinta (30) Días Hábiles de recibida la pertinente intimación del Fiduciario. A los efectos del presente, se entiende por incumplimiento calificado del Administrador, a modo ilustrativo los siguientes: i) no cumplir con las normas sobre conflictos de intereses previstas en la cláusula 11 de este contrato o ii) en caso de incumplir las obligaciones en materia de normativa laboral y de seguridad social;

(b) incumplimiento de cualquiera de los estándares mínimos de gestión establecidos en la Cláusula 6 de este Contrato o de las obligaciones del Administrador de adquirir y mantener los Certificados de Participación indicados en la Cláusula 19 del Contrato de Fideicomiso.

(c) no brindare al Fiduciario la información correspondiente y necesaria, conforme al presente Contrato y 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.

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

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

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

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

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

9.2. Remoción sin justa causa

En el caso en que se remueva al Administrador sin expresión de causa por Mayoría Especial de Titulares, el Fiduciario deberá (cualquiera fuera el momento en que la remoción se comunique), abonar al Administrador una indemnización equivalente al performance fee proyectado por el Fiduciario al momento de la remoción, con un mínimo

de US$ 8.500.000 (Dólares ocho millones y medio). Si la remoción ocurriera durante los 3 (tres) primeros años del Fideicomiso, el monto calculado o el mínimo en caso de aplicar se reducirá en 50% (cincuenta por ciento).

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

Las variables a ajustar serán las siguientes:

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

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

10. DESIGNACIÓN DEL ADMINISTRADOR SUSTITUTO

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

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

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

Si dentro de los treinta (30) Días Hábiles de haber sido removido el Administrador por parte del Fiduciario, (de acuerdo a lo resuelto por la Mayoría Especial de Titulares) la Mayoría Absoluta de Titulares no hubiere designado un Administrador sustituto, o éste no hubiere asumido como tal, el Fiduciario podrá proceder a la liquidación del Fideicomiso, excepto que la mayoría absoluta de Titulares resuelva hacerse cargo de las tareas del Administrador de otra forma.

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

11. CONFLICTOS DE INTERESES

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

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

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

Sin perjuicio de lo mencionado, se autoriza expresamente al Administrador a: (i) comprar productos agroquímicos a la Novillada S.A. (empresa Vinculada al Administrador) en condiciones de mercado, para los cuales se deberá informar al Comité de Vigilancia mediante reportes periódicos. Ante cualquier observación del Comité de Vigilancia, la Mayoría Absoluta de Titulares podrá revocar la autorización para operar con la Novillada S.A. (ii) contratar a AF Maderas SRL para la gestión de ventas hacia el exterior, siempre que se cuente con la recomendación previa del Comité de Vigilancia, quien deberá: (a) verificar que la contratación permita obtener mejores condiciones que las que se obtengan en el mercado local, (b) comparar con otras alternativas del mercado, y (c) analizar la información que provea la contratada sobre los costos relacionados a la operación (modalidad "open book").

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

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

(e) Queda estrictamente prohibido a los directores y gerentes del Administrador

ofrecer asesorías, consultorías o cualquier otro servicio de la misma naturaleza al Fideicomiso

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

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

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

Estarán exceptuadas de lo previsto en este literal la participación del Administrador en los siguientes fideicomisos: Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay, Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay II y Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay III.

(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) durante los primeros 5 años del proyecto la cantidad fija anual de US$ 3.795.000 (tres millones setecientos noventa y cinco mil) ajustada según paramétrica de conformidad con lo establecido a continuación; mientras que desde el año 6 del proyecto en adelante la remuneración será U$S 2.970.000 (dos millones novecientos setenta mil) ajustada según paramétrica de conformidad con lo establecido a continuación estableciéndose que dicho monto, luego de ser ajustado por la paramétrica no podrá ser mayor al 1,5% del valor del patrimonio contable del Fideicomiso según los últimos estados contables presentados en el Banco Central del Uruguay.

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

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

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

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

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

A efectos de determinar el monto del "performance fee", se calculará la Tasa Interna de Retorno del proyecto en el último año de operación del Fideicomiso, considerando los flujos de fondos libres obtenidos por los inversores durante el período y el valor del patrimonio del fideicomiso, previo a su liquidación. La inversión inicial (US$ 330.000.000) se actualizará en ese año, utilizando la tasa de descuento del 8%. A la diferencia resultante entre la inversión inicial actualizada a la TIR y la inversión actualizada al 8%, se le aplicará el porcentaje del 12%, obteniéndose de esta forma, el "performance fee" a pagar al Administrador en el último año.

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

Dichas retribuciones serán de cargo del patrimonio del Fideicomiso.

El pago de la retribución fija se hará efectivo dentro de los diez Días Hábiles del mes siguiente al que corresponda, contra la presentación de la factura del Administrador. Y en caso de corresponder el pago por desempeño, se hará al año 20 o antes si el Fideicomiso se liquida previamente.

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

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

13. APLICACIÓN DEL CONTRATO DE FIDEICOMISO

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

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

El Fiduciario

El Administrador del Fideicomiso

PAPEL NOTARIAL DE ACTUACIÓN

Fo Nº 710096

ESC. FLORENCIA TABOAS RIBEIRO - 14606/1

TESTIMONIO. Las siete fojas de fotocopias que anteceden **CONCUERDAN BIEN Y FIELMENTE** con el documento original de su mismo tenor que tengo de manifiesto y con el cual cotejé este testimonio. **EN FE DE ELLO**; a solicitud de parte interesada y para su presentación ante quien corresponda, expido el presente en ocho hojas de Papel Notarial de Actuación de la Serie Fo números 710089 a 710096, que sello, signo y firmo en la ciudad de Montevideo, el veinticinco de enero de dos mil diecinueve.

ARANCEL OFICIAL
Artículo 8
Honorarios $ 105
Mont. Notarial $ 181
Fdo. Gremial $ -

061934 15

061934 15

MONTEPIO NOTARIAL $ 10.00 121252 24

MONTEPIO NOTARIAL $ 5.00 044724 16

MONTEPIO NOTARIAL $ 2.00 050373 16

FLORENCIA TABOAS RIBEIRO
ESCRIBANA

ANEXO 4: CONTRATO DE ENTIDAD REPRESENTANTE

MODIFICACIÓN DE CONTRATO DE ENTIDAD REPRESENTANTE

En la ciudad de Montevideo, el día 24 de enero de 2019, entre, por una parte, **EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.**, en su calidad de fiduciario del "Fideicomiso Financiero Bosques del Uruguay 4" (en adelante, el "Fideicomiso"), representada en este acto por Nelson Mendiburu, con domicilio en Juncal 1392 de esta ciudad (en adelante el "Fiduciario" o "EF AFISA") y, por otra parte, **Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A.**, representada en este acto por Eduardo Barbieri, con domicilio en Misiones 1537, piso 7 de esta ciudad (en adelante, la "Entidad Representante" o "BEVSA"); convienen en celebrar la presente modificación de Contrato de Entidad Representante (el "Contrato"), conforme a los siguientes términos y condiciones.

1. ANTECEDENTES

1.1. Con fecha 17 de diciembre de 2018, se celebró un contrato de fideicomiso financiero denominado "Fideicomiso Financiero Bosques del Uruguay 4" entre EF AFISA en su calidad de Fiduciario, Agroempresa Forestal S.A. como Administrador y la Entidad Representante (en adelante el "Contrato de Fideicomiso").

1.2. De conformidad con lo establecido en el Contrato de Fideicomiso, el Fiduciario (actuando en su calidad de fiduciario bajo el Contrato de Fideicomiso) emitirá certificados de participación sobre los resultados y el remanente del Fideicomiso (en adelante, los "Certificados de Participación"), por un monto de hasta US$ 330.000.000 (en adelante, la "Emisión"), al amparo de lo dispuesto por la ley Nº 18.627.

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

1.4. El 17 de diciembre de 2018, las partes firmaron el contrato de entidad representante (el "Contrato de Entidad Representante"). Con posterioridad a la firma del Contrato de Entidad Representante, las partes acordaron modificar determinadas cláusulas del mismo, y acordaron modificar el Contrato de Entidad Representante, el que quedará redactado en su totalidad de acuerdo a los términos que se indican a continuación.

2. OBJETO

2.1 El Fiduciario designa en este acto a BEVSA como Entidad Representante de la emisión de los Valores al amparo de lo dispuesto en la Ley Nº 18.627 (la "Ley de Mercado de Valores") y arts. 456, 457 y 464 de la Ley Nº 16.060, Decreto Reglamentario Nº 322/011, y Recopilación de Normas de Mercado de Valores del BCU y la Entidad Representante acepta dicha designación, sujeto a las condiciones previstas en el presente Contrato y asume la representación de los titulares de los Valores registrados ante el Fiduciario o la entidad registrante que eventualmente lo sustituya (en adelante, los "Titulares"), en los términos explicitados en el presente Contrato.

2.2. El Documento de Emisión de los Certificados de Participación regula los términos y condiciones de los Valores, así como otras obligaciones contraídas por el Fiduciario, adicionales e independientes de las resultantes de este Contrato.

3. OBLIGACIONES DEL FIDUCIARIO

El Fiduciario en su calidad de fiduciario del Fideicomiso: (a) garantiza a la Entidad Representante y, a través de esta, a los Titulares, la veracidad de los datos contenidos en el prospecto de emisión y la razonabilidad de las proyecciones allí contenidas; (b) indemnizará y mantendrá indemne a la Entidad Representante por cualquier perjuicio que pudiera irrogársele en el cumplimiento de este Contrato; (c) le suministrará a la Entidad Representante toda la información económica – financiera y del estado de los negocios del Fideicomiso y/o del Fiduciario que razonablemente le requiera para el debido cumplimiento del encargo; d) entregará a la Entidad Representante toda aquella información periódica y permanente y los hechos relevantes que esté obligado a divulgar al BCU y a la bolsa en donde coticen los Valores, con el contenido, en la forma y en la oportunidad que dispongan la Ley de Mercado de Valores, así como demás normas reglamentarias y complementarias vigentes o que se dicten en el futuro y la normativa interna de las bolsas de valores en donde coticen los Valores; (e) soportará, y en su caso reintegrará a BEVSA, todos los gastos que efectúe la Entidad Representante para la suscripción y el cumplimiento del presente Contrato en la protección de los derechos e intereses de los Titulares (incluyendo en todos los casos, los honorarios profesionales de su asesores legales); (f) abonará a la Entidad Representante la remuneración pactada; (g) se entregará copia a la Entidad Representante de la información sobre el importe total recibido por la emisión de los Valores, los descuentos efectuados por los montos adeudados a la Entidad Representante u otros agentes de la emisión, según lo establecido en los respectivos contratos, así como de los Valores no colocados (h) le informará trimestralmente el Plan anual de desembolsos y sus actualizaciones correspondientes, para que esta esta informe trimestralmente a los Titulares.

4. ENTREGA DE DOCUMENTACIÓN A LOS TITULARES

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

5. OBLIGACIONES DE LA ENTIDAD REPRESENTANTE

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

6. REPRESENTACIÓN Y DEFENSA DE LOS DERECHOS DE LOS TITULARES

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

de la facultad de la Entidad Representante de negarse a cumplir dicha resolución, de conformidad con lo establecido en la cláusula 9.5, literal (a) del presente Contrato; (e) solicitar cualquier tipo de información a la Entidad Registrante (según este término se define en el Fideicomiso) relacionada con la presente emisión; (f) Informar a la Superintendencia de Servicios Financieros, al Fiduciario, y a los Titulares, a la mayor brevedad posible, sobre cualquier situación o evento que pudiera significar un conflicto de interés en sus actuaciones frente a los Titulares; g) Informar a los Titulares, a la mayor brevedad posible y por medios idóneos (entre los que se incluyen entre otros, el envío de información por correo electrónico denunciado por los Titulares), sobre cualquier incumplimiento por parte del Fideicomiso o del propio Fiduciario

7. EXONERACIÓN DE RESPONSABILIDAD

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

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

7.3 La Entidad Representante no es responsable por el contenido y alcance del Fideicomiso, de los Valores, ni de sus garantías, ni de los créditos cedidos al Fideicomiso. La Entidad Representante no estará obligada a cumplir ninguna instrucción, orden o resolución de los Titulares, conforme a lo dispuesto en este Contrato si no se le adelantan los fondos o se le proporcionan las garantías suficientes para cubrir todos los gastos, tributos y responsabilidades que deba asumir, pudiendo en todo caso deducirlos de los pagos que efectúe el Fiduciario 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 Fiduciario 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 Fiduciario 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 en el domicilio declarado por cada Titular ante EF AFISA como entidad registrante.

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 Contrato de 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 en sus domicilios registrados con el Fiduciario como entidad registrante y al Fiduciario, con al menos 60 (sesenta) días corridos de anticipación. La rescisión no dará derecho al Fiduciario 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 dos o más Titulares, cuyos Valores representen en conjunto un valor nominal superior al 75% (setenta y cinco por ciento) del total de Valores emitidos y con derecho a voto a la fecha de que se trate, a la nueva entidad representante, la que deberá aceptar dentro de los 15 (quince) días siguientes a la resolución de la asamblea o de la mayoría requerida de Titulares. En ningún caso la nueva entidad representante podrá ser accionista, vinculada, controlante o controlada del Fiduciario (según la definición de los artículos 48 y 49 de la Ley N° 16.060). En caso que no se alcancen las mayorías establecidas anteriormente en la Asamblea, el Fiduciario procederá a la designación del sustituto suscribiendo el contrato correspondiente.

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

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

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

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

Nómina de Titulares: La Entidad Registrante queda expresamente autorizada a proporcionar a la Entidad Representante una nómina de los nombres y domicilio registrados de los Titulares, a los efectos que la Entidad Representante pueda convocar a los Titulares para que expresen su decisión sobre el tema que se trate. Al adquirir los Valores, los Titulares reconocen y aceptan expresamente que la Entidad Registrante estará autorizada a otorgar dicha información con el alcance establecido en este párrafo.

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

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

9.3 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 Representante, las Bolsas de Valores en las que los Valores coticen, el BCU y los asesores o terceros que la Entidad Representante razonablemente y a su exclusivo criterio acepte que asistan.

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

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

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

A fin de determinar el quórum para sesionar y las mayorías correspondientes para resolver, no se tendrán en cuenta ni tendrán derecho a voto en las Asambleas de Titulares, aquellos Titulares que tengan vinculación directa o indirecta con el Fiduciario. Tampoco se tendrán en cuenta para determinar el quórum ni para la adopción de resolución, ni tendrán derecho a voto los Valores que sean propiedad del

Administrador y de sus Personas Vinculadas –en forma directa o indirecta-, en aquellas Asambleas de Titulares en las que se resuelva determinar la existencia de incumplimientos del Administrador, iniciar acciones legales contra el mismo o su remoción.

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

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

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

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

9.4 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 dos o más Titulares, cuyos Valores representen un valor nominal superior al 75% (setenta y cinco por ciento) del total de Valores emitidos y con derecho a voto, podrá resolver: (a)Modificar las condiciones de emisión de los Valores, (b) Consagrar la forma de enajenación de los bienes del patrimonio fiduciario, (c) Designar a la persona que tendrá a su cargo la enajenación del patrimonio como unidad de los bienes que la conforman, (d) La extinción del Fideicomiso en caso de insuficiencia patrimonial del Fideicomiso, (e) Aprobar la venta anticipada, de parte o el total de los Activos, a partir del quinto año, a propuesta del Administrador, o a propuesta de la Mayoría Especial de Titulares, en este último caso siempre que dicha venta implique que la Tasa de Retorno (TIR) del proyecto sea

superior al 8.5%, (f) Aprobar cambios al Plan de Negocios, a propuesta del Administrador, (g) Aprobar la prórroga de la venta de los Activos al final del proyecto forestal descripto en el Plan de Negocios, por hasta un plazo de 3 años. También podrá aprobar la prórroga por más de 3 años, pero siempre que se cuente con el consentimiento del Administrador, (h) La sustitución de la Entidad Representante.

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 Fiduciario 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 Fiduciario 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 Fiduciario en su calidad de Fiduciario del Fideicomiso para el cobro de las sumas adeudadas bajo los Valores, de conformidad a lo dispuesto en el Documento de Emisión, sin perjuicio de lo señalado en el punto (d) siguiente. (d) Distribución a prorrata: En todos los casos de ejecución individual, conjunta o colectiva a través de la Entidad Representante, de las sumas adeudadas, el producido de la ejecución se distribuirá entre todos los Titulares a prorrata de la participación de cada uno de ellos en el monto total de la Emisión. En caso que en cumplimiento de esta cláusula un Titular entregare a la Entidad Representante (para su distribución entre los restantes Titulares) importes cobrados bajo sus Valores, simultáneamente se entenderá que cada Titular (excepto el Titular que hubiera efectuado el pago) ha cedido sin recurso al Titular que hubiera efectuado el pago antes referido tantos Valores como corresponda a su cuota parte de distribución en la suma abonada, debiendo la Entidad Representante implementar el mecanismo de prorrateo y redondeo razonablemente para llevar adelante dicha distribución.

9.6 Las mayorías establecidas en el presente Contrato refieren a la totalidad de los Valores en circulación tomados en conjunto, salvo en lo que refiere a la modificación de las condiciones de emisión que se tendrán en cuenta los Valores.

10. RETRIBUCIÓN DE LA ENTIDAD REPRESENTANTE

La Entidad Representante recibirá por los servicios que prestará en virtud de tal calidad y conforme a lo establecido en el presente Contrato, una comisión anual de US$ 12.000 (dólares americanos doce mil) más IVA. Dicha suma será pagada por el Fiduciario 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 Fiduciario, 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 Fiduciario 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 Fiduciario en su calidad de Fiduciario del Fideicomiso, garantiza y se obliga ante la Entidad Representante a reembolsarlo y mantenerlo indemne por todo gasto, costo, honorarios profesionales, tributo o indemnización que sean de cargo del Fideicomiso (incluidos dentro de los "Gastos" del Fideicomiso) y que deba incurrir en cumplimiento de lo pactado, o para las gestiones extrajudiciales o la ejecución judicial de las obligaciones del Fiduciario bajo este Contrato, el Contrato de 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.

Firma: _____
Nombre: Nelson Mendiburu
Por **EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.**

Firma: _____
Nombre: Eduardo Barbieri
Por **Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A.**

PAPEL NOTARIAL DE ACTUACIÓN

Fo Nº 710210

ESC. FLORENCIA TABOAS RIBEIRO - 14606/1

TESTIMONIO. Las cuatro fojas de fotocopias que anteceden **CONCUERDAN BIEN Y FIELMENTE** con el documento original de su mismo tenor que tengo de manifiesto y con el cual cotejé este testimonio. **EN FE DE ELLO**; a solicitud de parte interesada y para su presentación ante quien corresponda, expido el presente en cinco hojas de Papel Notarial de Actuación de la Serie Fo números 710204 a 710207 y 710210, que sello, signo y firmo en la ciudad de Montevideo, el veinticinco de enero de dos mil diecinueve.

ARANCEL OFICIAL
Artículo 2
Honorarios $ 896
Mont. Not. $ 736
Fdo. Gremial $

FLORENCIA TABOAS RIBEIRO
ESCRIBANA

061820

121252

121252

121252

121252

121252

044305

ANEXO 5: INFORME DE CALIFICACION DE RIESGO

CARE
CALIFICADORA DE RIESGO

CALIFICACIÓN DE RIESGO DE CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN EN EL DOMINIO FIDUCIARIO DEL "FIDEICOMISO FINANCIERO FORESTAL BOSQUES DEL URUGUAY 4"

Montevideo, febrero de 2019

Juncal 1437 of 106 / Tel (598) 2914 8866
Montevideo / Uruguay
www.care.com.uy / care@care.com.uy

4		RESUMEN GENERAL
6	I	INTRODUCCIÓN
11	II	EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACION
13	III	LA ADMINISTRACION
19	IV	EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS
26	V	EL ENTORNO
35	VI	CALIFICACIÓN DE RIESGO
ANEXO I		INFORME JURIDICO

Calificación Emisión de Oferta Pública
13 -febrero -2019

Denominación:	Fideicomiso Financiero ForestalBosques del Uruguay 4
Fiduciario:	EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A.
Operador (Administrador) y Organizador:	Agroempresa Forestal S.A.
Agente de Registro y Pago:	EF Asset Management. Administradora de Fondos de Inversión S.A.
Entidad Representante:	Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A.
Asesor Legal:	Ferrére Abogados
Títulos a emitir:	Certificados de participación escriturales
Moneda:	Dólares americanos
Importe de la emisión:	Hasta USD 330.000.000
Distribuciones:	Cuando existan Fondos Netos Distribuibles según resultados y a partir del tercer año, de acuerdo a procedimiento establecido.
Activos del Fideicomiso:	Compra y/o arrendamiento de predios rurales para desarrollar una explotación forestal.
Plazo de vigencia del fideicomiso:	máximo de 30 años.
Vigencia de la Calificación:	30 de abril de 2020, siempre y cuando se emita antes de 180 días.
Calificación de Riesgo:	BBB (uy)[1]
Manual utilizado:	Manual Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros

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

Resumen General

CARE ha calificado los certificados de participación en el dominio fiduciario del "Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay 4" con la calificación BBB (uy) de grado inversor.

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

- Un negocio consistente en la adquisición de un activo forestal compuesto de 60.094 hectáreas: 55.478 en propiedad (34.472 has plantadas de Pino y Eucalyptus Grandis) y los derechos de explotación forestal y bosques implantados en 4.616 has arrendadas (3.976 has implantadas).

- Una construcción financiera que desde el punto de vista jurídico ofrece las garantías necesarias tal como se aprecia en el informe jurídico adjunto. (Anexo I).

- Un negocio que desde el punto de vista económico financiero para el inversor soporta los stresses ajenos al negocio a los que razonablemente la emisora y la calificadora han sometido el proyecto. A su vez, la información sectorial que dispone CARE es coincidente con las perspectivas generales del negocio planteado.

- Un proyecto que en sus líneas fundamentales repite otros tres con el mismo negocio y actores intervinientes, en los que se vienen cumpliendo sin mayores inconvenientes los planes de negocios establecidos. En este caso se plantea adquirir una extensión de tierras ya identificadas y con un negocio en marcha, con la cual se mitigan considerablemente los riesgos de adquisición y plantación.

- 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 operadora del proyecto, Agroempresa Forestal S.A., que resulta crucial para el desarrollo del plan de negocios, 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. Presenta asimismo una proyección de la evolución de sus recursos humanos en el caso de realizarse esta operación.

- Reafirmando lo anterior, Agroempresa Forestal S.A. viene operando a satisfacción los Fideicomisos Financieros Forestales Bosques del Uruguay I, II y III.

- Se destaca la alineación de incentivos entre el Fideicomiso y el Administrador ya que este último se compromete a adquirir Certificados de Participación (CP)en la Primer Emisión por el 0,6% del monto total de la oferta pública con un tope de 1,98millones de dólares. Asimismo, Agroempresa Forestal se obliga a adquirir en cada año en el mercado secundario, los CP que sean ofrecidos, por un monto equivalente al 0,6% de la emisión inicial, hasta completar una participación total del 3% al quinto año de la fecha de emisión.

- Se incluyen en el Contrato de Fideicomiso (capitulo 10) una serie de estándares mínimos de desempeño que el Administrador deberá cumplir y que serán evaluados anualmente. Estos criterios refieren a la compra de campos, la ejecución de las plantaciones, porcentajes de prendimiento, cumplimiento de los presupuestos anuales y el logro de un IMA mínimo (incremento medio anual de los bosques).

- Aunque los precios de los commodities agrícolas han registrado un descenso en años recientes, desde hace ya algún tiempo las proyecciones más confiables señalan una relativa estabilidad de los mismos. En particular, la celulosa y los productos forestales han mostrado una clara recuperación, separándose del resto de las commodities, en respuesta a una demanda muy sostenida. En la Sección V se analiza la información sectorial y se profundiza sobre este aspecto, en particular la evolución del precio de la tierra y de la madera.

- No se advierten amenazas en lo que respecta a las políticas públicas.

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 4".

La calificación de riesgo supone la expresión de un punto de vista especializado por parte de una empresa autorizada a ese propósito por el Banco Central del Uruguay (BCU), que realiza la supervisión y control del sistema financiero, así como de las calificadoras de riesgo. La nota obtenida no representa una recomendación o una garantía de CARE para futuros inversores, y por tanto la calificación debe considerarse a los efectos de cualquier decisión como un punto de vista a considerar entre otros. CARE no audita ni verifica la exactitud de la información presentada, la que sin embargo procede de fuentes confiables a su juicio.

El marco conceptual de esta calificación supone un ejercicio prospectivo por el cual se confiere una nota que califica el desempeño esperado del fideicomiso, su capacidad de generar en el tiempo utilidades, conforme al proyecto de ejecución del negocio forestal que su administración está mandatada a realizar. Admitido el rango de T.I.R.s derivado de múltiples simulaciones, como razonable para el proyecto en esta primera calificación, las futuras no se vincularán estrictamente con la obtención de estas cifras. En efecto, no se trata en este caso de una emisión con compromiso de rentabilidad fijo. Por tanto la nota no dependerá estrictamente del alcance de las Tasas Internas de Retorno calculadas en el proyecto ni de los costos de oportunidad del capital de los inversores porque es diferente en cada caso. En definitiva, la nota seguirá entre otros criterios el cumplimiento del proyectoy el alcance de una rentabilidad mínima que se juzgue aceptable en ocasión de cada recalificación.

CARE Calificadora de Riesgo es una calificadora con registros y manuales aprobados por el Banco Central del Uruguay a partir de abril de 1998. Califica conforme a su metodología oportunamente aprobada por dicha autoridad, seleccionando los profesionales necesarios para integrar en cada caso el comité de calificación, el que juzga en función de sus manuales. Estos, su código de ética, registros y antecedentes se encuentran disponibles en el sitio web: www.care.com.uy así como en el del regulador: www.bcu.gub.uy. El comité de calificación estuvo integrado en este caso por el Cr. Martín Duran, por el Ing. Julio Preve y el Ing. Adrián Tambler. Asimismo CARE contrató los servicios del Dr. Leandro Rama, cuyo informe se adjunta (ver Anexo I).

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

2. Antecedentes

Como antecedente más relevante de la emisión que se califica hay que mencionar alos Fideicomisos Financieros Forestales Bosques del Uruguay I, II y III, que emitieron certificados de participación en agosto de 2011, en octubre de 2014 y en diciembre de 2016 por un monto de 50, 70y 190 millones

de dólares respectivamente. Estos fideicomisos, con idéntica administración que la que se propone, vienen cumpliendo sin mayores contratiempos con los planes de negocios originales, análogos al que se presenta en esta oportunidad. El cumplimiento de los planes se verifica en los informes del administrador los que son complementados por las visitas realizadas por la calificadora.

Del prospecto se toma un resumen de las características del negocio que deriva de la emisión de Certificados de Participación escriturales que tendrán un valor nominal cada uno de ellos de USD 1(un dólar estadounidense), y un valor nominal total máximo de USD 330.000.000 (trescientos treinta millones de dólares estadounidenses).

El Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay 4 tiene como objetivo proveer a los inversores retornos razonables a largo plazo logrados a través de la valorización del activo en plantaciones forestales, siguiendo los máximos estándares productivos, ambientales y sociales. Todas las plantaciones serán certificadas con la norma FSC O PEFC y el proyecto tiene entre sus objetivos, en la medida que sea posible, la venta también de bonos de carbono y de pastoreo.

El desarrollo del emprendimiento forestal comienza con la adquisición de tierras y bosques, sigue con el manejo silvicultural de los árboles y culmina con la cosecha y comercialización de la madera sólida, sea ésta con destino a la producción de pulpa de celulosa o el aserrío.

El plazo del Fideicomiso es de 30 años como máximo, o hasta el momento en que se liquiden en forma total los Certificados de Participación emitidos por el Fiduciario, y se cancelen las demás obligaciones del Contrato. No obstante, en virtud del alcance del proyecto y la edad actual del activo que se adquiriría, se estima una inversión con una duración aproximada de 20 años.

Las principales características del proyecto son:

- Estructuración de una opción de inversión a largo plazo, respaldada por el retorno de operaciones que involucran el mercado de la madera y el mercado inmobiliario de tierras de uso agropecuario, sin perjuicio de otros ingresos por venta de bonos de carbono y pastoreo.

- Administración a cargo de Agroempresa Forestal S.A. (en adelante AF), una compañía con probada habilidad en la administración de patrimonios forestales, con más de 17 años de experiencia en el mercado local. En este sentido, un aspecto positivo a destacar es que AF viene operando a satisfacción los Fideicomisos Financieros Forestales Bosques del Uruguay I, II y III.

- Adquisición y/o arrendamiento de campos mayoritariamente forestados o a forestar. Se estima que con el monto de la emisión establecida será posible adquirir una superficie aproximada de 60.000 hectáreas de las cuales el 60% a 65% se encuentren forestadas con alguna de las especies comerciales de mayor implantación en el Uruguay, a saber Eucalyptus sp. y Pino sp.

- Ubicación del proyecto en la zona este del país: Cerro Largo, Treinta y Tres, Tacuarembó, Rivera y Durazno, por ser una zona de gran potencial para la explotación forestal.

- Al cierre del proyecto el ingreso total estimado por ventas corresponderá en un 72,6% a la venta de madera, un 13,9% a la venta de bosques en pie, y finalmente un 13,5% a la venta de tierra al final del proyecto,

- Según informa el operador, se está completando el duediligence de un activo forestal compuesto por 60.094 hectáreas, de las cuales 55.478 hectáreas en propiedad y los derechos de explotación forestal y los bosques implantados en 4.616 hectáreas arrendadas. Las plantaciones ocupan 37.662 hectáreas de las cuales 22.842 corresponden a Eucalyptus y 14.820 hectáreas se encuentran forestadas con Pino, lo cual arroja un aprovechamiento del 63%.

Cuadro 1. Componentes de la Inversión del Fideicomiso Bosques del Uruguay 4

	Miles de US$	Participación (%)
Tierra y activo fijo	(149.792)	45%
Bosques	(169.208)	51%
Costos de producción	(50.367)	15%
Impuestos	(98)	0%
Administración	(6.221)	2%
Costo Estructuración	(3.577)	1%
Otros	(4.984)	2%
Capital de Trabajo	(11.000)	3%
Ingresos	65.247	-20%
TOTAL	**(330.000)**	**100%**

Fuente: El Prospecto

- De este patrimonio forestal se proyecta una cosecha total de unos 18 millones de m3 de madera de Eucalyptus para aserrío (66%) y pulpa a lo largo de los 20 años de vida del proyecto. Las áreas cosechadas serán replantadas con Eucalyptus sp orientado a la producción de madera para aserrío libre de nudos y en las zonas menos productivas se plantarán especies de Eucalyptus con destino a la producción de pulpa de celulosa.

- Asimismo, se estima una cosecha final (tala rasa) de unos 5 millones de m3 de madera de pino de los cuales el 75% corresponderá a madera para aserrío. La cosecha de pino tendrá lugar sobre el estadio medio de vida del proyecto. Luego de la cosecha de pino se realizará una plantación de Eucalyptus Grandis (60% aproximadamente) y E.Dunnii (40%). Con estas nuevas plantaciones se busca a) diversificación biológica, especies con diferentes curvas de crecimiento y por lo tanto diferentes susceptibilidades 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 madera; aserrío y celulosa.

- Con respecto a los ingresos, provienen básicamente de la venta de madera, venta de la tierra y bosques en pie al final del proyecto. La facturación estimada durante el ciclo del proyecto es de USD 1.939 millones. El 72,6% de las ventas totales del proyecto corresponden a la venta de madera y bosques en pie. Adicionalmente el plan de negocios podrá tener ingresos por pastoreo y por la eventual venta de bonos de carbono.

Cuadro 2. Composición de los ingresos de Bosques del Uruguay 4

Concepto	Monto (US$)	Participación
Venta de madera y pulpa	1.407.230.374	73%
Venta de tierras	262.660.644	14%
Venta de bosque al final del período	269.196.728	14%
Total	**1.939.087.746**	**100%**

Fuente: El Prospecto

- Una estimación de TIR para el inversor, según el prospecto de emisión, considerando precios constantes es de 7,67%.

- Sometido el flujo de fondos a efectos adversos en cuanto al precio de la madera, variación del precio de la tierra y de los costos operativos (fletes), resultó que la TIR muestra un rango de entre un mínimo de 5,30 y un máximo de 10,12%, según diversas opciones productivas, y sensibilizaciones realizadas.

3. Información analizada y procedimientos operativos

La información analizada fue la siguiente[2]:

- Prospecto de emisión
- Contrato de fideicomiso
- Contrato con el Administrador
- Documento de emisión
- Estados Contables con informe de auditoría al 31/12/17 de Agroempresa Forestal.
- Estados Contables intermedios del Fiduciario al 30/09/2018
- Entrevistas con personal superior de Agroempresa Forestal.
- Información sectorial.
- Documento "AF Situación actual y desarrollo futuro".
- Informe jurídico (Anexo I)
- Calificaciones y actualizaciones de los Fideicomisos Financieros Forestales Bosques del Uruguay I, II y III realizadas por CARE.

[2]. CARE aún debe recibir la documentación definitiva a confeccionarse antes de la emisión.

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

a) El papel o instrumento financiero, en este caso los certificados de participación.

b) La administración; en este caso Agroempresa Forestal y Asset Management como administrador y fiduciario respectivamente

c) Los activos subyacentes y flujos esperados.

d) El entorno de mercados y políticas públicas, que pueden afectar el éxito del instrumento por incidir en la capacidad de la administradora de cumplir el mandato determinado en la constitución del fideicomiso.

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

II.EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

Se ofrecen en oferta pública certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay 4, 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 4
Fiduciario:	EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.
Operador administrador:	Agroempresa Forestal S.A.
Agente de Registro y Pago:	EF Asset Management Administradora de fondos de Inversión S.A.
Entidad Representante:	Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A.
Cotización bursátil:	Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A.
Organizador:	Agroempresa Forestal S.A.
Títulos a emitirse:	Certificados de participación
Activos del Fideicomiso:	El Fideicomiso invertirá en la compra y/o arrendamiento de inmuebles rurales para desarrollar una explotación forestal.
Moneda:	Dólar fondo
Importe de la Emisión:	Hasta USD 330.000.000
Distribuciones:	Toda vez que existan Fondos Netos Distribuibles luego de cada cierre de ejercicio, o al procederse a la venta de activos del Fideicomiso o por la distribución final de Fondos Netos Remanentes. (Entre los años 0 a 2, no habrá distribución de fondos aún en el caso de que existan ya que los mismos se destinarán al financiamiento del plan de negocios).
Calificación de Riesgo:	BBB (uy)

2. El análisis jurídico

El análisis jurídico se agrega en el Anexo I ("Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay 4". Informe Jurídico). El mismo procura descartar cualquier eventualidad de conflictos derivados por ejemplo de la construcción jurídica, los contratos respectivos, el cumplimiento con normas vigentes, etc.

Al inicio del informe, en la misma introducción plantea que *"de la compulsa de toda esta documentación, como concepto general se puede adelantar que se cumplen las disposiciones legales y reglamentarias disciplinadas para el fideicomiso financiero, tanto en cuanto a su constitución formal y aspectos relacionados con la capacidad y legitimación de los contrayentes. En cuanto al fondo, no se advierten obstáculos jurídicos que impidan o pongan en riesgo el rendimiento esperable bajo los certificados de participación a emitirse."*

El informe recorre diferentes aspectos del contrato de fideicomiso, haciendo énfasis en la suscripción e integración diferida, en el objeto, y en las responsabilidades de las partes. También analiza las contingencias subjetivos (del fiduciario, del administrador y de los fideicomitentes beneficiarios) y las objetivas (las autorizaciones administrativas y la delimitación de obligaciones del administrador). Asimismo, destaca en forma particular la importante participación del Comité de Vigilancia en los controles de selección, adquisición y/o arrendamiento de los inmuebles por parte del administrador, así como de la gestión productiva y comercial.

El informe finalmente concluye: ***"...En conclusión y contemplando todos los aspectos involucrados, el negocio fiduciario cuenta con un razonable grado de cobertura, no advirtiendo riesgos jurídicos relacionados con el proceso de emisión".***

3. Riesgos considerados

Riesgo jurídico de estructura. Comprende el análisis de la eventualidad de incumplimientos en el pago a los beneficiarios, derivado de defectos en la estructura jurídica por no cumplir con alguna norma vigente, así como eventualmente por la aplicación de sentencias judiciales derivadas de demandas de eventuales perjudicados por la creación oportunamente descrita. Visto el informe antes mencionado, que reitera en lo esencial el de los Fideicomisos anteriores, II y III se concluye que el *riesgo jurídico de estructura se considera prácticamente inexistente.*

Riesgo por iliquidez. Los certificados se han diseñado para ser líquidos. Por este motivo, la liquidez puede considerarse adecuada dadas las características del mercado uruguayo. No obstante este proceso no es instantáneo, puede llevar un tiempo difícil de determinar. *El riesgo es medio bajo.*

III. LA ADMINISTRACIÓN

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

1. Ef Asset Management (EFAM) (La Fiduciaria)

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

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

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

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

Autoridades

Son socios accionistas en partes iguales la Sra. Sandra Susana González Vila y Diego Rodríguez Castagno. Este último es a su vez el presidente de la firma siendo el Sr. Nelson Mendiburu Battisttesa el vicepresidente.

Situación económica y financiera

El análisis de los EE.CC intermedios al 30 de setiembre de 2018 sigue mostrando una sólida situación de solvencia. El ratio de liquidez se mantiene por debajo de la unidad. Cabe mencionar que el activo no corriente se compone en buena medida por los depósitos en garantía a que está obligada la firma, según normativa vigente, por los fideicomisos que administra y en consecuencia son de disponibilidad restringida. Esto explica los pasivos financieros, que son contraídos para constituir estas garantías y que una vez liberadas, los mismos son cancelados. En cuanto a la eventual necesidad temporal de fondos para atender obligaciones de corto plazo, la firma cuenta con financiamiento con partes relacionadas por lo que el riesgo de liquidez es muy acotado.

Cuadro 3: Estado de Situación de EFAM (miles de $)			
Concepto	**30/9/2018**	**31/12/2017**	**31/12/2016**
Activo Corriente	11.994	9.391	12.515
Activo no Corriente	97.303	81.968	79.870
Total Activo	**109.297**	**91.360**	**92.385**
Pasivo Corriente	14.939	13.068	12.998
Pasivo no Corriente	65.433	52.817	55.330
Total Pasivo	**80.372**	**65.885**	**68.328**
Patrimonio	**28.925**	**25.474**	**24.056**
Total Pasivo y Patrimonio	**109.297**	**91.360**	**92.385**
Razon Corriente	**0,80**	**0,72**	**0,96**

Fuente: EE.CC EFAM

Los resultados parciales de la firma a setiembre de 2018 muestran un incremento respecto al mismo periodo del año anterior explicado fundamentalmente por resultados financieros.

Cuadro 4: Estado de Resultados de EFAM (miles de $)			
Concepto	**30/9/2018**	**30/9/2017**	**31/12/2017**
Ingresos Operativos	32.637	28.545	38.189
Gastos Adm. y Vtas.	(28.731)	(24.094)	(33.804)
Resultado Operativo	**3.905**	**4.450**	**4.385**
Resultados Financieros	800	(948)	(1.647)
Resultados antes de impuestos	**4.705**	**3.503**	**2.738**
IRAE	(1.255)	(991)	(1.040)
Resultado del período	**3.451**	**2.512**	**1.699**
Res Operativos/Ingresos	11,96%	15,59%	11,48%
Res Ejercicio/Ingresos	10,57%	8,80%	4,45%

Fuente: EE.CC de EFAM

Mantiene bajo su administración una importante cartera de fideicomisos, en cantidad y diversidad; por lo que su idoneidad para esta función no ofrece dudas.

2. Agroempresa Forestal S.A. (AF)

En el análisis de la empresa administradora se tuvo en cuenta la información surgida de distintas fuentes: prospecto informativo; la propia CARE a partir del conocimiento de la firma puesto que se han calificado tres fideicomisos anteriores análogos a éste; entrevistas con los principales de AF y a través de documentación proporcionada por la empresa, tanto estados contables auditados como una relación de la evolución de la firma conforme incrementaba el patrimonio forestal bajo su administración ("AF Situación Actual y Desarrollo Futuro").

Estructura del grupo y antecedentes

AF forma parte de un grupo empresarial (AF Global SRL es la empresa holding bajo la cual operan varias empresas) especializado en todos los aspectos del sector forestal, incluyendo la comercialización del producto: La Novillada (Asesoramiento en el control de malezas y venta de agroquímicos; AF Administración Forestal (Administración y gerenciamiento de activos forestales) y AF Maderas (Exportación de madera de aserrío y venta de madera en el mercado doméstico).

La estructura precedente es la que opera en Uruguay, a esto debe agregarse lo que se denomina **AF Chile y AF Brasil** con actividades similares a las desarrolladas en nuestro país.

Agroempresa Forestal SA (AF) es una sociedad anónima y se encuentra estructurada bajo el régimen de sociedad cerrada; comenzó sus actividades en agosto de 2000. La sociedad tiene como giro principal la prestación de servicios forestales. Adicionalmente, es el operador designado para administrar los fideicomisos financieros denominados F.F. Forestal Bosques del Uruguay I, IIy III (BDU I, II y III); operaciones en curso muy similares a esta que nos ocupa.

Los tres fideicomisos mencionados, antecedentes inmediatos de éste, administran entre todos más de 60.000 hectáreas ya casi en su totalidad forestadas (en el área forestable obviamente) de un valor aproximado a los USD 300 millones. De incorporar esta operación, la firma estaría duplicando el patrimonio actual (en área y valor) por lo que resulta pertinente analizar su capacidad operativa y cómo ha evolucionado desde que comenzó sus actividades.

Como queda dicho, el contrato de administración de esta operación es con AF como administradora forestal y está expresamente previsto que subcontrate los servicios de La Novillada y AF Maderas para las tareas especializadas de cada una, es decir, en los aspectos operativos del cuidado de los montes así como en la comercialización de la producción. Esto no obstante la reserva que hace el fiduciario ante la eventualidad que se produzca algún conflicto de intereses. En definitiva, la actuación del administrador está perfectamente delimitada en el contrato respectivo que prevé asimismo la intervención de un Comité de Vigilancia en múltiples actividades tanto productivas como comerciales. Entre las productivas se destaca la verificación del cumplimiento de estándares de desempeño mínimo.

Cronológicamente, AF inicia actividades en Uruguay en el año 2000; en Chile lanza sus operaciones forestales en 2007 y en 2010 lo hace en Brasil. A continuación, un punteo con los principales hitos productivos da una idea de la evolución de la firma y en particular de los antecedentes relevantes referidos a la operación que nos ocupa.

- 2011: "Bosques del Uruguay I", estructuración del primer fideicomiso financiero forestal de oferta pública por USD 50 millones.
- 2013: 70,000 hectáreas bajo administración en Uruguay y 13,000 hectáreas bajo administración en Chile
- 2015: "Bosques del Uruguay II", lanzamiento del 2do fideicomiso financiero forestal de oferta pública por USD 70 millones
- 2016: 150,000 hectáreas bajo administración/servicios forestales en Uruguay, Chile y Brasil.
- 2017: "Bosques del Uruguay III", lanzamiento del 3er fideicomiso financiero forestal de oferta pública por USD 190 millones.

- 2017: Acumula más de USD 300 millones de patrimonio forestal bajo administración en Uruguay y Chile.

En consecuencia cabe preguntarse la capacidad de AF para seguir acumulando áreas bajo su administración máxime cuando esta cuarta operación prevé incorporar unas 60.000 hectáreas adicionales por un valor superior a los USD 300 millones.

En tal sentido corresponde analizar la capacidad de la firma, en particular lo que tiene que ver con la evolución de los RR.HH acompasando el crecimiento de actividades.

El Directorio de AF está presidido por el Ing. Agr. Francisco Bonimo y la Gerencia General por el Ing. Industrial Mecánico Dan Guapura (ver antecedentes en Prospecto Informativo). Actualmente integran el grupo vinculado a actividades locales, un total de 28 personas (incluyendo 2 personas afectadas a AF Maderas); de concretarse esta operación, se proyecta para el presente año alcanzar una nómina de 53 personas de las cuales, 6 serían para ASF Maderas que, recordamos, es la encargada de la comercialización de la producción. Como queda dicho, esta firma, en principio será la encargada de la comercialización pero sus negocios serán supervisados por el Comité de Vigilancia. En los últimos 5 años, comercializó 1.6 millones de metros cúbicos de madera de los cuales 100 mil fueron exportados. Si se tiene en cuenta que el grueso de las plantaciones actualmente bajo administración de AF se encuentran en etapa de maduración, estos guarismos no son despreciables.

En buena medida, el incremento de personal previsto proviene del personal perteneciente al patrimonio que se proyecta adquirir. También vale la pena destacar que la ubicación geográfica de las plantaciones a adquirir se corresponde con la misma que AF opera en sus actuales administraciones lo que genera sinergias positivas facilitando la gestión y la incorporación de dicho personal.

Si se vincula el número de personal con el área explotada tenemos que actualmente se utilizan 28 personas para administrar unas 70 mil hás, lo que da una media de 2.500 hás por persona, de concretarse esta operación, se cubriría la administración de 130 mil hás con 53 personas, esto es, 2.453 hás per cápita. Se trata, además, de personal altamente calificado y con experiencia para la función; por otra parte, AF mantiene una política de capacitación y formación de capital humano permanente.

Todo esto AF lo complementa con la subcontratación de empresas de servicios por lo que muchas de las tareas operativas son tercerizadas ejerciendo AF funciones de contralor sin incurrir en mayores costos fijos.

A partir de 2019 se modificará la estructura de AF con el objetivo de mejorar la gobernanza corporativa y adecuar AF a la expansión del área bajo administración. Los principales cambios considerados son:

- Incorporación de dos directores externos con experiencia en fondos de inversión y empresas forestales respectivamente.

- Se constituyen los comités de Compliance y Auditoria con reporte al directorio.

- Se crean la jefatura de inversiones y de porfolio manager.

Como forma de demostrar su compromiso con el proyecto, AF se obliga a suscribir en una segunda etapa del llamado el 0,6 % de la suscripción alcanzada en la primera etapa con un tope máximo de USD 1.980.000. Posteriormente y por un periodo de 5 años contados a partir de la fecha de emisión, se compromete a adquirir en el mercado secundario la eventual oferta de CP´s a razón de hasta 0,6 % anual hasta completar un máximo acumulado de hasta 3 % del total de CP´s emitidos.

Esto no es novedad puesto que AF ha adquirido CP´s en anteriores emisiones. En tal sentido, se destaca que a 2018, posee USD 2.63 millones en CP´s emitidos por los fideicomisos cuyo patrimonio se encuentra bajo su administración. En garantía de cumplimiento de este compromiso, cede al fideicomiso la distribución de fondos a que tiene derecho a percibir según su disponibilidad de CP´s. Por otra parte, espera contar con los ingresos operativos de este y demás negocios que administra AF.

Situación económico financiera

La firma cierra balance el 31 de diciembre; en la oportunidad se contó con el último cierre disponible auditado por Deloitte al 31/12/17.

De acuerdo a los últimos tres EE.CC presentados y que CARE tuvo a la vista, la firma muestra una evolución patrimonial positiva y creciente, consistente con la evolución de resultados obtenidos.

En resumen, se considera que AF reúne los requisitos necesarios como para cumplir satisfactoriamente con las obligaciones a ser asumidas en esta operación. Sus antecedentes, capacidad profesional y solvencia económica así lo sugieren. Por otra parte, su actuación se enmarca en un contrato con el fiduciario mediante el cual el administrador se somete a rigurosos controles, estándares de desempeño mínimo para lo cual se obliga a presentar reportes periódicos a los organismos de gobernanza de rigor en estos casos, en particular, Comité de Vigilancia y Asamblea de Titulares.

Riesgos considerados

Riesgo jurídico, por incumplimiento de alguna disposición por parte del fiduciario o del administrador. El mismo se encuentra pormenorizadamente analizado en el informe de contingencias jurídicas que concluye no advertir riesgos en este sentido. *Riesgo muy bajo.*

Riesgo administración, considerando la idoneidad para cumplir con la función de AF S.A. y de EFAM, en virtud que todos los análisis practicados, se considera que el riesgo de incumplimiento de la administradora y del fiduciario con las responsabilidades del proyecto es acotado. Por otra parte, se prevé su sustitución en caso de constatarse desvíos que así lo justifiquen. *Riesgo bajo.*

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 muy bajo*.

Riesgo por cambio de fiduciario está adecuadamente previsto en los casos correspondientes, que dejan esta posibilidad a los inversores adecuadamente representados.

Riesgo por cambio de administrador forestal, se encuentra también previsto en el contrato en función de diversos resultados y circunstancias.

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

1. Bienes fideicomitidos y aspectos descriptivos del proyecto

Según el contrato de Fideicomiso Financiero y el resumen recogido en el prospecto de emisión, se invertirá tanto en la compra como en el arrendamiento de inmuebles rurales para el posterior desarrollo de la actividad silvícola, en las condiciones previstas en el Contrato, para que integren el patrimonio del Fideicomiso. El Fiduciario invertirá en aquellos inmuebles que sean recomendados por el Administrador de acuerdo a lo previsto en el Plan de Negocios siguiendo los procedimientos que se establecen en el Contrato.

Gobierno Corporativo

El diseño de gobierno corporativo que asigna funciones al fiduciario, al administrador y al comité de vigilancia, constituye a juicio de CARE, una organización adecuada para la asignación de responsabilidades y para el control recíproco de su ejercicio. En conjunto, las contingencias que pudieran afectar los derechos de los beneficiarios se encuentran razonablemente bien consideradas (Ver Informe Jurídico en Anexo 1).

Proyección del Flujo de Fondos

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

- El patrimonio forestal a ser adquirido recoge las características establecidas en el prospecto, las cuales deberán confirmarse una vez concretado el negocio
- El monto asignado a la inversión inicial.
- La asignación de ingresos por venta de madera, bosques, campos, pastoreo y bonos de carbono.
- Las proyecciones de productividad de los bosques.
- Los precios de venta de considerados fueron:
  - E. Dunni con destino a pulpa USD 63 por m3.
  - E. Grandis destino pulpa USD 58-60 por m3, según la planta de celulosa a la que se abastezca.
  - E.Grandis destino a aserradero USD 32-40 por m3, según el diámetro de los troncos.
  - E. Grandis destino a exportación USD 60-100 por m3 según diámetro.
  - Pino con destino a aserradero USD 30-40 por m3.
  - Pino con destino a exportación USD 43,5-72 por m3
  - Pastoreo USD 15 por hectárea total por año.
- Precio de la tierra se fija en 2.700 dólares por hectárea con un crecimiento nominal anual del 3%.

En el Cuadro 5 se describe el Flujo de Fondos del Proyecto para el caso de precios constantes en ventas y en costos. Las proyecciones se presentan por un período igual a la duración del negocio, o sea 20 años. En este caso la tasa interna de retorno esperada para el inversor es de 7,67%

Cuadro 5. Flujo de fondos inversor en un escenario de precios constantes (miles U$S)

Año	Aporte inicial	Retiros	Flujo de fondos	TIR
2019	-323.000.000	0	-323.000.000	7,67%
2020	-7.000.000	0	-7.000.000	
2021	-	11.442.147	11.442.147	
2022	-	4.774.559	4.774.559	
2023	-	32.571.198	32.571.198	
2024	-	29.506.623	29.506.623	
2025	-	27.390.225	27.390.225	
2026	-	25.638.601	25.638.601	
2027	-	25.802.020	25.802.020	
2028	-	27.976.370	27.976.370	
2029	-	28.887.203	28.887.203	
2030	-	29.782.333	29.782.333	
2031	-	19.528.061	19.528.061	
2032	-	23.355.623	23.355.623	
2033	-	20.388.656	20.388.656	
2034	-	20.876.767	20.876.767	
2035	-	20.627.280	20.627.280	
2036	-	19.588.743	19.588.743	
2037	-	3.914.081	3.914.081	
2038	-	564.791.701	564.791.701	

Fuente: Prospecto de emisión

2. Evaluación de la rentabilidad de la inversión, Tasa Interna de Retorno, riesgos asociados y sensibilizaciones

2.1 . Análisis de sensibilidad con y sin ajuste por la inflación en dólares de los costos y los precios de la madera.

En el cuadro 6 se presentan las tasas de retorno esperadas para diferentes escenarios de evolución de los costos y los precios de venta de la madera. La situación más desventajosa supone un mantenimiento de los precios de venta, pero un aumento en los costos de producción, alcanzándose una TIR para el inversor de 6,25%. Por otra parte, si también se ajustan los precios de venta por la inflación en dólares, la TIR aumenta a un 11,95%.

Cuadro 6. Tasas de retorno esperadas según diferentes escenarios

	Ajuste de costos por inflación en dólares y precios de venta constantes	Precios de venta y costos constantes	Ajuste de precios de venta y costos por inflación en dólares.
TIR del Proyecto	**6,27%**	**7,70%**	**12,49%**
TIR inversionista	**6,25%**	**7,67%**	**11,95%**

Fuente: Prospecto de Emisión

Es importante aclarar que las proyecciones no consideran ninguna obra de infraestructura de transporte en los próximos 20 años, lo que implica un supuesto conservador debido a que la disminución en el costo del transporte incrementaría de forma importante el retorno de la inversión.

2.2. Análisis de sensibilidad, modificando las variables más sensibles.

Se definen como variables sensibles del modelo las siguientes:

Cuadro 7. Sensibilización de las principales variables que afectan la TIR esperada

Escenarios	Bajo	Esperado	Alto
Valorización de la tierra (% anual)	0%	3%	5%
Costo de cosecha (USD m3)	14	16	18
Costo de trasporte (USD m3)	23,9	24,5	25,2
Precio venta E.Dunni pulpa (UDS/m3)	63	65	66
" E.Grandis pulpa (UDS/m3)	58	59	60
" E.Grandis aserr. (UDS/m3)	60	80	100
" Pino aserrable. (UDS/m3)	30	45	80

Fuente: Prospecto de emisión

El Proyecto planteado en el prospecto presenta una Tasa Interna de Retorno del 7,67% para el inversor, sobre la base del escenario de precios constantes y para las variables sensibles esperadas.

A continuación se presentan los resultados de las sensibilizaciones realizadas variando en forma simultánea la variable más relevante del proyecto (precio de la madera) y dos de los componentes de los costos de producción (cosecha y transporte).

En el cuadro 8 se varían los precios de la madera y el costo de transporte. Como puede observarse, la TIR más baja sería de 5,3% en el caso de que durante los 20 años del proyecto el precio de la madera se ubique un 10% por debajo del valor esperado y el transporte tenga un costo un 10 % superior al proyectado en el escenario base.

Cuadro 8. TIR del proyecto con la variación del precio madera vs. costo de transporte

	Variación precio madera				
Var. Costo transporte	**-10%**	**-5%**	**0%**	**5%**	**10%**
-10%	6,56%	7,45%	8,34%	9,23%	10,13%
-5%	6,24%	7,13%	8,02%	8,91%	9,80%
0%	5,93%	6,81%	***7,70%***	8,59%	9,48%
5%	5,61%	6,50%	7,38%	8,27%	9,16%
10%	5,30%	6,18%	7,06%	7,95%	8,84%

Fuente: Prospecto de emisión

En el cuadro 9 se presenta la misma estimación pero variando el precio de la madera y el costo de producción. Como el costo de producción tiene una menor incidencia que el costo del transporte, en la situación más desfavorable (10% menos de precio y 10% mayor el costo de producción), la TIR en este caso no se reduce tanto como en el caso anterior (5,48%).

Cuadro 9. TIR del proyecto con la variación del precio madera vs. costo de producción

	Variación precio madera				
Var. Costo producción	**-10%**	**-5%**	**0%**	**5%**	**10%**
-10%	6,37%	7,26%	8,15%	9,04%	9,94%
-5%	6,15%	7,04%	7,93%	8,82%	9,71%
0%	5,93%	6,81%	***7,70%***	8,59%	9,48%
5%	5,71%	6,59%	7,48%	8,37%	9,26%
10%	5,48%	6,37%	7,25%	8,14%	9,03%

Fuente: Prospecto de emisión

Finalmente el Emisor estima la TIR suponiendo diversas variaciones anuales esperadas para el precio de la tierra. El resultado de suponer un nulo crecimiento anual en el precio de la tierra tiene un impacto relativamente menor que la modificación de las otras variables, lo que se explica porque ingreso derivado de la venta de la tierra en el ingreso total tiene una menor incidencia (13,5%), y además se verifica recién en el año 20, mientras que los ingresos por venta de madera empiezan en el año 3.

Cuadro 10. TIR del proyecto con la variación del precio de la tierra

Var. precio Tierra	TIR Proyecto	TIR Inversionista
0%	6,96%	6,93%
1%	7,18%	7,15%
3%	***7,70%***	***7,67%***
4%	8,01%	7,99%
5%	8,36%	8,29%

Fuente: Prospecto de emisión

2.3. Análisis de riesgo, escenario adverso.

Como ya fuera comentado en el punto anterior en detalle, el prospecto plantea un profundo análisis de sensibilidad de la TIR del proyecto suponiendo variaciones significativas de las principales variables que tienen incidencia en el resultado económico del proyecto.

CARE a los efectos de estresar aún más el modelo, estimó la TIR para el caso de que se conjugara una reducción de un 10% en el precio de la madera durante los 20 años, un mantenimiento del precio de la tierra al momento de la venta final y una reducción de un 10% en el valor de venta de los bosques implantados al final del período, lográndose en ese caso una TIR de un 4,88%. Importa destacar que la probabilidad de ocurrencia de ese escenario sería extremadamente baja, ya que nada indica que las variables como el precio de la tierra o el valor de la madera vayan a tener ese comportamiento.

2.4 Costo de oportunidad del capital.

Con el objetivo de testear algunos supuestos introducidos en las proyecciones del plan de negocios presentado[3] , CARE profundizó el análisis del costo de oportunidad del capital para descontar los flujos de fondos. Para ello se calculó el costo promedio ponderado del capital (WACC [4]) del presente proyecto.

[3]. El prospecto de emisión supone una tasa de descuento del 8%.

[4]. Weighted Average Cost of Capital

El punto fundamental para el cálculo del WACC, cuando no existe endeudamiento, es la estimación de la retribución de los fondos propios. Para esto se utilizó el modelo de valoración CAPM (Capital Asset Pricing Model) y, siguiendo a Damodaran[5] se adicionó a éste una prima que contempla el riesgo específico del mercado en el que se ejecuta el proyecto. En consecuencia para el cálculo del costo de los fondos propios se aplica la siguiente fórmula:

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

Donde:

E(ri): Tasa de retorno esperada del capital
β: Riesgo sistemático propio respecto del riesgo de mercado[6].
rf: tasa libre de riesgo
E (Rm) – Rf: Prima de Riesgo país. Es el premio por riesgo específico al mercado que opera el proyecto.
Erp: Prima por riesgo específico a la compañía o proyecto evaluado[7]

Para efectuar este cálculo se opta normalmente por utilizar los promedios de 20 años de los rendimientos de los "Treasury Bonds 10 Years" de la Reserva Federal de los Estados Unidos. Ese promedio resulta exigente respecto al costo de oportunidad del capital, dado que incluye valores de fines de la década de los noventa y comienzos de la década del 2000, en que el rendimiento se ubicaba entre 5 y 7%, cuando en el promedio de los últimos diez años, ese rendimiento se ubicó en 2,48%, y a febrero de 2019 se encuentra casi en un 2,7%.

El rendimiento de estos bonos ha venido creciendo en los años más recientes, superando el 3% en los últimos meses de 2018; sin embargo en los primeros meses de 2019 el porcentaje ha bajado y muchos analistas ya estiman que el incremento de las tasas de la FED ya se estaría atenuando. En consecuencia, en el corto plazo no se deberían esperar mayores crecimientos en las tasas de interés de los bonos y no resulta razonable esperar que las mimas alcancen niveles tan altos como en el pasado.

Por su parte el riesgo país, medido a través del índice UBI de República AFAP, también incorpora datos "anómalos" cuando se incluye el período de la crisis de 2002. Si bien es una realidad que la economía uruguaya atraviesa en determinados períodos crisis de esa magnitud, no se considera muy probable que ello pueda ocurrir en el futuro mediano plazo.

En esta ocasión y a la luz de estas discusiones, se calculó el E(rf) en distintos escenarios (el parámetro "beta unlevered" de Damodaram,para enero de 2019 se ubica en 1,02).

Por estos motivos, a los efectos de calcular estos indicadores se tuvieron en cuenta en primer lugar los niveles de riesgo actuales, que son aquellos sobre los cuales los inversores deben tomar las decisiones. En este sentido, para el caso del rendimiento de los bonos americanos se consideró 2,64% un valor menor al promedio de los últimos 20 o 15 años pero superior al de los años más recientes (10 años o menos). Para el riesgo país (índice UBI), se consideraron 155 puntos básicos, un valor sensiblemente más bajo que en el pasado reciente, pero que responde a la realidad actual.

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

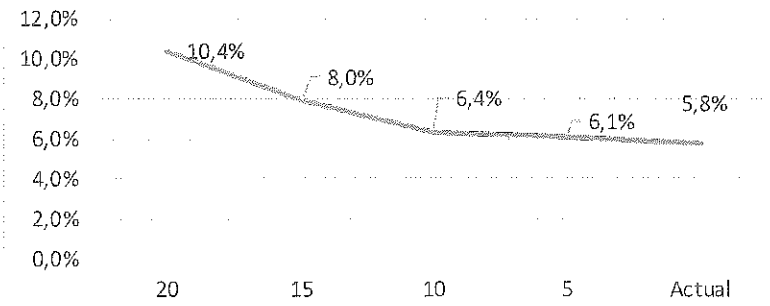
[6]. Se consideraron los betas promedio de compañías del sector forestal en mercados emergentes según A. Damodaram

[7]. Se consideró la prima por riesgo promedio de compañías del sector forestal en mercados emergentes según A. Damodaran.

Aplicando estos valores se llega a una tasa de retorno esperada para el capital propio del 5,78%. Este valor es inferior a la TIR esperada del inversor (7,67%), lo que nos indicaría que la tasa prevista es superior a la teórica. Si bien estas comparaciones no pueden tomarse en sentido estricto, constituyen una referencia que – entre otras- ayuda a conformar un juicio acerca de la inversión.

El costo de oportunidad del capital propio ha aumentado en el pasado reciente como consecuencia del incremento en los retornos de los bonos del tesoro de EEUU (tasa libre de riesgo), no obstante aún está debajo de los valores anteriores y parecería estar estabilizándose. En este sentido interesa comparar los niveles actuales con los que cabía esperar con los valores promedio de los últimos 20, 15, 10 o 5 años. Puede verse claramente que si bien el costo de oportunidad ha aumentado recientemente, aún se mantiene por debajo de los valores esperados para períodos más largos.

Grafico 1.- Evolución de la tasa de retorno esperada según diferentes períodos de cálculo



Esto indica que según estas metodologías, la tasa de descuento del proyecto es adecuada y reforzaría los cálculos del retorno del negocio para el inversor.

3.-Riesgo de manejo productivo forestal.

El riesgo de manejo productivo forestal, refiere a las decisiones sobre el manejo del monte: plantación de especies en sitios adecuados; manejo en la producción de plantas y establecimiento; perfeccionamiento del árbol aplicando programas de mejoramiento genético; desarrollo y llevado a cabo de espaciamientos y regímenes silviculturales; protegiendo el cultivo silvícola y la tierra de alteraciones como fuego, problemas sanitarios, animales, malezas, entre otros.

El riesgo de manejo productivo es mínimo dado que está mitigado por la trayectoria y experiencia del Administrador mencionada en la sección III de este documento. El sector forestal en Uruguay está en una fase de madurez dónde están presentes importantes firmas en la producción primaria, en los servicios a la producción, en la producción industrial, en el sector logístico y en el comercio exterior.

Asimismo, en lo que respecta a los riesgos biológicos, las especies elegidas presentan una adecuada performance en los ecosistemas elegidos y las patologías de estas son conocidas. No obstante, por tratarse de un proyecto de largo plazo, si las especies presentaran problemas biológicos en el futuro, en el país y en la región existe una importante dotación de recursos humanos calificados en lo que respecta a la Investigación básica y aplicada adecuada tanto en la órbita del Instituto Nacional de Investigación Agropecuaria como en la Universidad de la República (básicamente Facultad de Agronomía y Facultad de Ciencias).

Riesgo de Generación de Flujos: *considerando las variables de gestión, las biológicas y las físicas así como las variables económicas y financieras recogidas en el análisis de sensibilidad; se concluye que el riesgo de generación de flujos es mínimo.*

V. EL ENTORNO

El análisis de entorno refiere a la evaluación de factores futuros que pueden afectar la generación de los flujos propuestos, pero que derivan de circunstancias ajenas a la empresa y refieren al marco general. Tienen que ver con la evolución esperada de los mercados interno o internacional de insumos y productos, así como con el análisis de políticas públicas capaces de incidir directamente en el cumplimiento de los objetivos planteados.

Por políticas públicas se entiende no solo las domésticas sino las de los países con los que existe comercio. En el caso de los productos forestales, al menos hasta el momento de la calificación, el cúmulo de barreras está relativamente sujeto a disciplinas predecibles. Y en cuanto a la probable extensión de barreras de tipo medio ambiental, el país y especialmente este proyecto, destacan por su cuidado y certificaciones a él vinculadas. Permanece en cambio como riesgo de políticas públicas asociado a los permisos administrativos. En este sentido vale aclarar que esta calificación cobra pleno sentido sólo si se pueden desencadenar los procedimientos previstos en el plan de negocios vinculados con la compra de los activos y la plantación de los árboles.

Otro riesgo de políticas públicas sería la amenaza, de parte del Estado, de actuar contra las modalidades de propiedad y explotación que propone el fideicomiso. Pero el hecho de haberse constituido ya hasta el momento cinco fideicomisos con características similares, permite prever que esto no se constituirá en un impedimento para el desarrollo del plan de negocios.

Dado el plazo extendido de las proyecciones que se corresponde a la naturaleza del propio proyecto, el análisis de entorno se expresa en términos de grandes tendencias vinculadas a la evolución del precio de la madera y de la tierra.

5.1 Riesgo Económico y de Mercado

Cabe destacar los siguientes aspectos favorables sobre el negocio forestal que fueron argumentados en profundidad en el prospecto de emisión:

- Los productos forestales aumentan de valor por la demanda mundial debido a cambios demográficos (aumento del 40% en la población al 2050), la migración a las ciudades y al crecimiento económico, particularmente en las economías en desarrollo. Actualmente hay una demanda muy activa y creciente, mientras que la oferta por restricciones biológicas no puede responder con la misma velocidad.

- Las regulaciones ambientales cada vez más estrictas, excluirán áreas forestadas, en particular, los bosques nativos. El crecimiento de la demanda de madera rolliza (incluidos los productos de madera, pulpa y papel y energía industrial) deberá ser necesariamente abastecido por plantaciones forestales.

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

- Importancia creciente de América del Sur, particularmente Brasil, Chile y Uruguay en los mercados de celulosa, lo que ha permitido que la región incremente su participación en la producción y en el comercio mundial.

- En Uruguay, es un sector de importante crecimiento en la plantación e industrialización y puede beneficiarse en forma sostenible del desfasaje de oferta y demanda de productos forestales. Existe casi un millón de hectáreas forestadas en el país, siendo los fondos institucionales extranjeros, los principales inversores en este tipo de emprendimientos.

- El país tiene ventajas naturales para la producción forestal mostrando tasas de crecimiento biológico que cuadriplican el crecimiento en el hemisferio norte. Asimismo existe conocimiento, mano de obra especializada y un precio de la tierra significativamente inferior al de otros países de tradición forestal.

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

- Incremento en los últimos años de las inversiones en madera por parte de inversores institucionales y fondos. El retorno económico de las inversiones en forestación viene dado por el crecimiento biológico del árbol y por la apreciación en el valor de la tierra. Por su propia naturaleza el crecimiento biológico genera valor, el cual se acumula gradualmente en el árbol.

- Elevada presencia de los fondos institucionales en el sector forestal en América Latina. De hecho, Uruguay es el segundo destino después de Brasil, en lo que respecta a inversiones forestales de fondos norteamericanos.

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

- 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.

Si bien no fue considerado explícitamente, la posible instalación de una tercera planta de celulosa puede mejorar la demanda de madera para pulpa. Asimismo podría valorar más a los bosques que se encuentren en al área de influencia de esta nueva planta.

A los efectos de analizar los riesgos económicos y de mercados, en este capítulo la información se va a concentrar en el tema de los precios de la madera y de la tierra, elementos clave en el negocio del fideicomiso.

- **El precio de la madera**

El precio más importante y por tanto el juicio más determinante para la calificadora es el de la madera. Esto se fundamenta en que el 73% de los retornos de la inversión se explican por el valor de la madera (ventas de madera para aserrío y para pulpa).

La tendencia de largo plazo esperada para los precios de la madera indica que debería ser creciente, y ello se sustenta en el hecho de que la demanda crecerá de la mano del incremento de la población mundial y del crecimiento económico de los países emergentes. Ese incremento de la demanda enfrenta una oferta que se ha visto limitada por crecientes medidas de protección de los bosques nativos, así como también el control que se realiza sobre los de rendimiento.

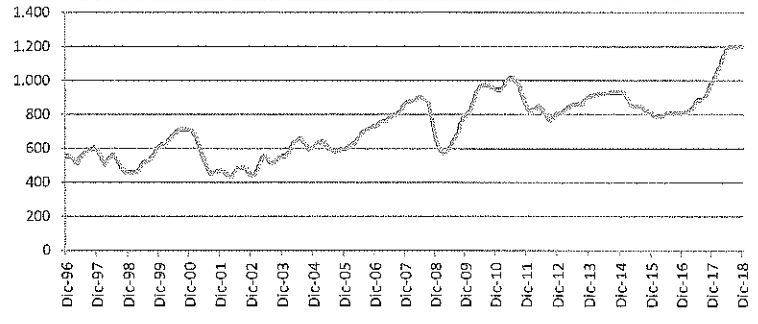
Los precios de la madera; a nivel internacional, regional y doméstico han evidenciado trayectorias acordes a las planteadas en el prospecto de emisión. Para esta calificación CARE realizó una actualización de la información clave del sector, confirmando que no hay mayores desvíos respecto de la trayectoria esperada, ya que la demanda y los precios de los productos forestales se presentan firmes y se proyectan crecientes.

El rubro forestal en el Uruguay ha tenido en los últimos 30 años un gran progreso tanto en el área cultivada como en el desarrollo industrial para el procesamiento de la materia prima. En la actualidad la superficie afectada al rubro supera el millón de hectáreas, la mayoría con certificación de la gestión ambiental sostenible. De esta forma, la producción de madera es fuente de materia prima para la industria de transformación química y mecánica, con posibilidad de acceso a los mercados más exigentes del mundo.

El contexto internacional se presenta en la actual coyuntura como muy favorable para el sector, con precios en niveles muy elevados, tanto en pulpa de celulosa como en madera sólida.

Los precios de la celulosa se encuentran en niveles récord; en Europa el precio de la tonelada de pulpa de fibra larga (coníferas NBSK[8]), ha superado los mil dólares ubicándose en la actualidad en el entorno de USD 1.200. En China, principal mercado de pulpa (con el 35% de la demanda) la celulosa NBSK alcanzó los USD 875 por tonelada.

Gr. 7: Evolución del precio de la celulosa blanqueada y de fibra larga (Northern Bleached Softwood Kraft Pulp NBSK) en USD/ton

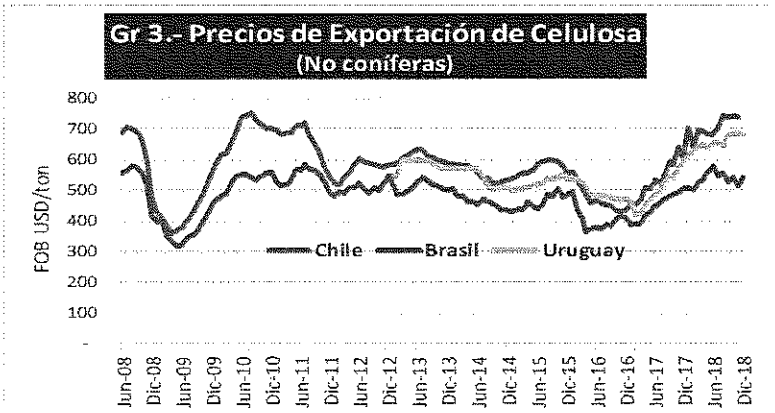


Fuente: Bloomberg y Banco Central de Chile

[8]. Northern Bleached Softwood Kraft. Pulpa de celulosa blanqueada de fibra larga

Desde principios del 2017 el precio de la celulosa ha mostrado un aumento muy importante como consecuencia de que el incremento de la demanda supera a la oferta y los stocks se mantienen en niveles bajos. Estos aumentos en los precios internacionales fueron recogidos por las exportaciones locales y regionales y de esta forma los precios regionales de las exportaciones de celulosa mostraron incrementos interanuales mayores al 30% entre enero y

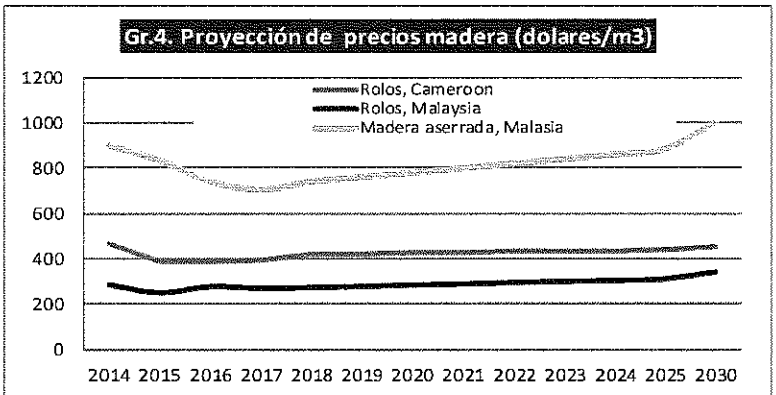
julio de 2018. La bibliografía consultada y los analistas sectoriales concuerdan en que es muy probable que estos precios tonificados se mantengan por algún tiempo.



Fuente: URUNET y Uruguay XXI

Por su parte, los precios de la madera en bruto y de los paneles también se encuentran en niveles muy altos en Estados Unidos, uno de los principales mercados de estos productor (Anuario de OPYPA, 2018).

Las perspectivas para el mediano plazo para la madera en bruto para aserrío o aserrada, muestra la misma tendencia que para el caso de la celulosa, o sea un crecimiento en el largo plazo, tal cual lo detalla el Banco Mundial en la siguiente gráfica.



Fuente Banco Mundial - abril 2018

Como resultado a este mercado internacional muy favorable para el rubro, se verifica en el Uruguay un fuerte aumento en prácticamente todos los productos de exportación del país, para alcanzar en el año 2018 el valor récord de exportaciones. Por su parte, la pasta de celulosa pasó a ser el principal producto de exportación.

Cuadro 11. Exportación de productos forestales seleccionados (en millones de dólares FOB)

	2015	2016	2017	2018	Variación
Celulosa	1.266,1	1.242,3	1.327,8	1.660,0	25,0%
Rolos (excepto eucalipto)	0,9	4,7	88,3	147,8	67,4%
Tableros de madera contrachapados	62,2	57,8	63,5	76,3	20,2%
Chips de eucalipto	56,5	82,0	62,7	103,6	65,3%
Madera aserrada No Coníferas	42,3	38,4	46,5	53,0	13,8%
Madera aserrada Coníferas	23,4	26,7	46,5	62,5	34,4%
Papel y Cartón	79,1	51,7	30,6	30,4	-0,6%
Rolos de eucalipto	24,4	16,9	20,6	29,5	43,2%
Chips de pino	-	0,0	0,8	0,4	-48,9%
Total	1.554,8	1.520,6	1.687,3	2.163,4	28,2%

Fuente: Care en base a datos de URUNET, Uruguay XXI y OPYPA
Nota: No están consideradas las exportaciones a Zona Franca, ya que se consideran las exportaciones de pulpa de salen de ese destino.

El incremento en las exportaciones de celulosa se explican básicamente por un mayor precio ya que las dos plantas se encuentran ya produciendo a capacidad plena. En cambio el aumento en el resto de los conceptos se debe también a un mayor volumen de exportaciones, respondiendo a un mercado muy dinámico (rolos, madera aserrada, tableros, chips de eucaliptus)

Los rolos de eucalipto se exportan a Vietnam y China (aprox. 54% y 39% respectivamente), con pequeñas participaciones de otros países asiáticos. Los precios que se alcanzan en esos mercados, son mayores a los que se obtienen en la "exportación a zona franca", actualmente en un 78%, pero se debe destacar que esa diferencia se ha venido reduciendo en la última década.Cabe destacar, que más del 95% de las exportaciones uruguayas de madera en bruto de eucalipto tienen como destino las plantas de celulosa que se encuentran en zona franca.

Las exportaciones de madera rolliza de pino tomaron impulso a partir de julio del año 2017 y fueron particularmente importantes durante el año 2018 en donde se exportaron casi 150 millones de dólares, un aumento de un 67% respecto del año anterior, constituyéndose en el segundo rubro en importancia. Prácticamente la totalidad de las exportaciones tuvo como destino a China.

Las exportaciones uruguayas de madera aserrada de pino se viene incrementando sostenidamente, en un marco de mayor disponibilidad de madera de coníferas. Este aumento en las exportaciones de los últimos dos años se explica fundamentalmente por una mayor demanda de China, mercado que explica el 45% del total exportado y le sigue Estados Unidos con un 24% que lo coloca también como un atractivo mercado.

Todo indica que las perspectivas para el rubro en lo que refiere a los precios de la madera son auspiciosas. El escenario internacional de precios para la pulpa de celulosa se va a mantener sostenido por la fuerte demanda de China, mientras que para el caso de la madera sólida además de China hay otros mercados contribuyendo a sostener los precios (EEUU, Vietnam, Europa, etc.).

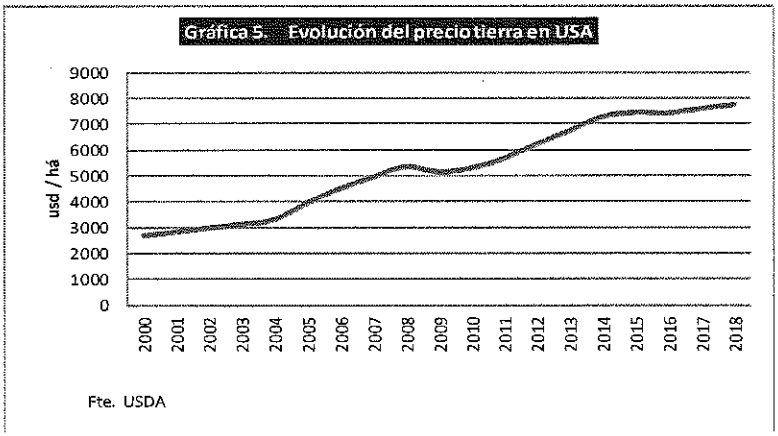
- **El precio de la tierra**

El precio de la tierra, el segundo en nivel de importancia, ha visto modificada su evolución de fuerte apreciación en dólares, con una caída a partir de 2015, y una insinuada estabilidad en los últimos años con las variaciones propias de un escaso

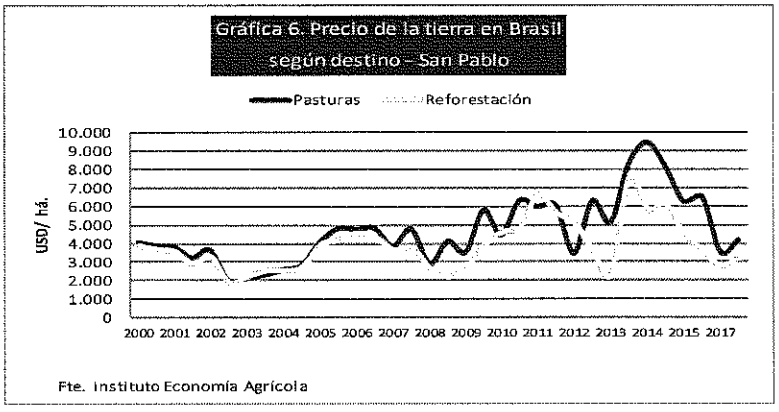
número de operaciones; según reporta la Dirección de Estadísticas Agropecuarias del MGAP para el promedio de las operaciones en todo el país.

Las perspectivas de demanda internacional por tierra son alentadoras y ubican los precios en niveles crecientes para el corto y mediano plazo. En este caso se actualiza el comportamiento de los precios en diferentes países considerados de importancia

En lo que respecta, en particular al precio de la tierra en Estados Unidos, en lo que va del siglo XXI se observa una continua fase ascendente, con alguna excepción (2009 y 2015) en donde se verificaron mínimas reducciones, pero que no modifican la tendencia. El precio en Estados Unidos cayó únicamente en los primeros años de la década del ochenta ante el cambio de la política monetaria denominado "Plan Voelker"y en menor medida, después de la crisis financiera de Lehman Brothers, y en forma muy moderada. Cualquiera de los dos shocks negativos en el nivel de precios, fueron revertidos en pocos años. En 2018, los precios de la tierra (promedio) aumentaron un 2%.



El comportamiento del precio de la tierra en Brasil, está afectado, además de por los factores descritos oportunamente para la tierra en general, por el efecto del tipo de cambio, en la medida que en ese país, la cotización del recurso, se realiza en reales. Por ello, las fluctuaciones son amplificadas por este efecto. En el año 2014 comenzó una fuerte caída de los precios de la tierra, pareció comenzar a revertirse en 2017.

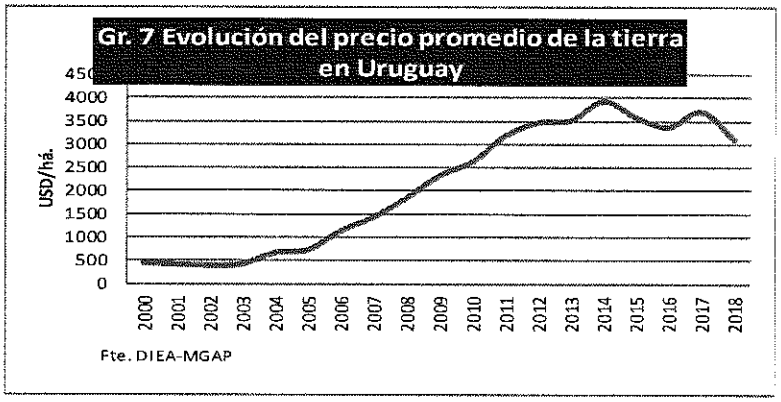


En Argentina, el precio de la tierra agrícola (de muy buena calidad), aumentó desde 1956 (USD 557 la Ha.) a enero de 2008 (USD 10.000 la Ha.) a un ritmo promedio de 3,5% acumulativo anual en términos reales, o sea descontando la inflación del dólar. Dicho crecimiento continuó hasta fines del 2011 (con una breve interrupción principalmente ocasionada por la crisis financiera de los años 2008/09). A partir del 2011 y debido a factores ajenos al campo y relacionados con la economía del país: la restricción a la compra-venta y/o giro de divisas extranjeras ("cepo cambiario"), el aumento del costo medido en dólares, la baja en el precio de los "commodities" y el aumento de la presión impositiva determinaron el comienzo de un período de leve reducción de los precios de la tierra. A estas medidas hay que sumarle la sanción de la Ley 26.737 "Régimen de Protección al Dominio Nacional sobre la Propiedad, Posesión o Tenencia de las Tierras Rurales" ("Ley de tierras"), que también generó efectos negativos sobre los precios.

El cambio de gobierno nacional y las modificaciones en las políticas económicas generaron expectativas para el comienzo de una recuperación en los valores, lo que aún no ha ocurrido, explicado por la particular coyuntura económica con sus efectos sobre el tipo de cambio, la inflación y las expectativas de los inversores. Los periódicos desajustes macroeconómicos de la Argentina generan dificultades para la construcción de series de precios de la tierra confiables. En particular, en esta coyuntura hay muy pocos negocios y los mismos no permiten conocer lo que está ocurriendo en el mercado de tierras.

En el caso de Uruguay, la información reportada por DIEA-MGAP para el promedio de las transacciones de tierras da cuenta de una muy fuerte valorización a partir de 2004y hasta el 2014 cuando se verifica el valor máximo. A partir de 2015 comienza un cierto ajuste a la baja pero con un comportamiento un tanto errático, consecuencia seguramente de una bajo número de transacciones en donde la calidad y la localización de los campos comercializados tienen una gran influencia en los valores medios. Fue así que en 2017 DIEA reportó un aumento de un 10% en el valor de la tierra y en el primer trimestre de 2018 la misma oficina da cuenta de una reducción de un 17% en el precio promedio de la hectárea media del país. En la Serie "Precio de la Tierra" Compraventas Primer Semestre 2018, publicado en enero de 2019 por DIEA, se informa de una reducción de un 17% en los precios, pero el propio documento aclara que se analizan las transacciones de más de 1.000 hectáreas y si se estudia su destino *"podemos afirmar que para el primer semestre del 2017 la distribución de rubros fue un 88% forestal, 6% ganadero y 6% agrícola-ganadero; mientras que para el primer semestre de 2018 fue de 66% forestal, 23% ganadero y 11 agrícola-ganadero. El aumento en la comercialización de campos de aptitud ganadera en estas operaciones de superficie significativa explicaría parte del descenso en el precio promedio".*

El escaso número de transacciones verificado en los últimos años genera algunas dudas en cuanto al mantenimiento de estas tendencias, lo que deberá ser corroborado en los siguientes años.



La valorización del precio de la tierra es un componente relativamente importante de ingreso final del fideicomiso (13,5%) por lo que lo que ocurra con su comportamiento tendrá su contribución con el retorno final de la inversión. No obstante, la incidencia de la evolución del precio de la tierra en la rentabilidad final, es muy menor a la importancia que tiene la evolución esperada de los precios de la madera, ya que por un lado su participación en los ingresos totales es más baja y además se realiza recién en el último año (20).

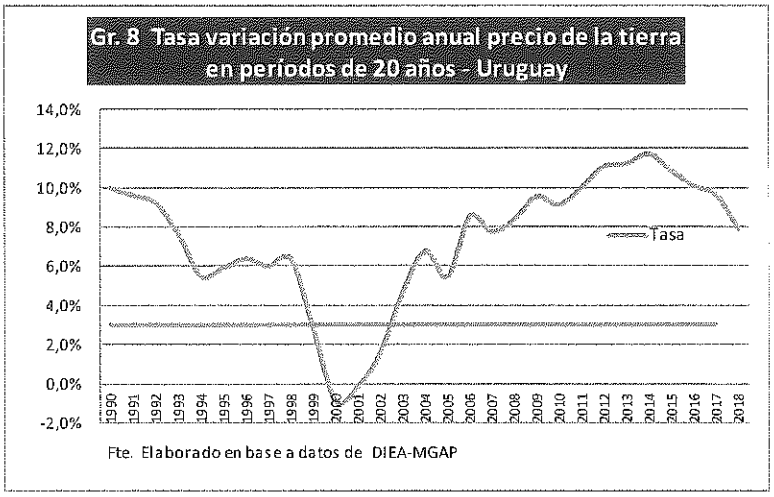
El modelo financiero supuso una valorización acumulativa anual de un 3% durante 20 años, por lo que resulta importante conocer que ha sucedido en el pasado como forma tener una cierta aproximación con lo que pueda ocurrir en el futuro.

Para ello CARE analizó con la información de los precios de la tierra (en dólares corrientes) de una serie de 48 años (1970 a 2018) la variación anual en períodos de 20 años, en donde se observa lo siguiente:

- En promedio, la evolución anual del precio de la tierra en períodos móviles de 20 años fue de 7,3%.
- La tasa anual de crecimiento solamente fue menor al 3% para el caso de los campos que se vendieran entre 2000 y 2002, o sea si se hubieran comprado entre 1980 y 1982.
- Para resto del período, el crecimiento anual del precio de la tierra supera ampliamente el 3%.

Si el mismo análisis se realiza para períodos de 30 años se mantiene la misma tasa de crecimiento anual (7,3%), y el mínimo crecimiento anual es de 5% y por lo tanto en ningún período estuvo por debajo del valor considerado en el prospecto.

La evolución anual de este indicador –para intervalos de 20 años- muestra una tendencia al alza hasta el 2014, para luego comenzar a caer, pero se mantiene en valores en el entorno del 8% de crecimiento anual.



Fte. Elaborado en base a datos de DIEA-MGAP

4.3 Las políticas públicas, el riesgo político

El riesgo de políticas públicas refiere a la amenaza, de parte del Estado, de actuar contra las modalidades de propiedad y explotación que propone el fideicomiso.

El gobierno discute con frecuencia diferentes propuestas que pueden afectar el clima de la inversión en tierras, si aparecieran leyes gravando nuevamente la tierra, o si se detuviera en alguna medida la inversión de fondos como el proyectado, o si se afectara la inversión extranjera directa. Todos estos elementos componen un riesgo político que al momento no puede preverse cómo será su desenlace En los últimos años, las AFAPs ya han adquirido certificados de participación de inversión de este tipo (proyectos forestales y de tierras) lo que de alguna manera atenúa este riesgo político, y por el momento no se lo considera afectando significativamente el desarrollo del proyecto.

En el mismo sentido, el sistema político en más de 20 años y con las más amplias orientaciones ideológicas, ha creado diversos estímulos con el afán de desarrollar el complejo forestal. El reciente anuncio de la instalación de una tercera planta de celulosa, disminuye aún más el grado de incertidumbre en este sentido.

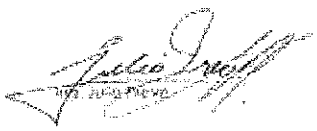
Riesgo de Entorno: En conclusión el riesgo de entorno tanto en lo que refiere a los mercados como a las políticas públicas se considera *bajo*.

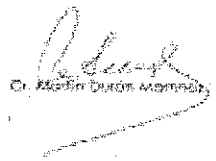
VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

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)[9] de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.

Comité de Calificación







Ing. Agr. Adrian Tambler

[9]. BBB(uy).Se trata de instrumentos que presentan un riesgo medio bajo para la inversión, ya que evidencian un desempeño aceptable y suficiente capacidad de pago en los términos pactados. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, y las características del entorno, dan en conjunto moderada satisfacción a los análisis practicados, sin perjuicio de alguna debilidad en cualquiera de las cuatro áreas de riesgo. Podría incrementarse el riesgo del instrumento ante eventuales cambios previsibles en los activos o sus flujos, en los sectores económicos involucrados, o en la economía en su conjunto. La probabilidad de cambios desfavorables previsibles en el entorno es de baja a media baja, y compatible con la capacidad de la administradora de manejarlos aunque incrementando el riesgo algo más que en las categorías anteriores. Grado de inversión mínimo.

ANEXO I

INFORME JURIDICO

FIDEICOMISO FINANCIERO FORESTAL BOSQUES DEL URUGUAY 4

Informe Jurídico

I – Introducción

Por cuarta vez en algo menos de una década, Agroempresa Forestal SA decide recurrir al mercado de valores para obtener financiamiento utilizando el vehículo del fideicomiso financiero para desarrollar su actividad forestal. Al igual que en las estructuras precedentes (2011, 2014 y 2016), contrata como fiduciario a EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión SA. La finalidad central del emprendimiento es el mismo: el desarrollo sustentable y explotación de bosques para la producción de madera destinada al mercado de aserrío y pulpa, tanto en el ámbito doméstico como internacional.

En el caso que nos ocupa, el Fideicomiso invertirá en la compra o arrendamiento de inmuebles para la explotación de bosques de Eucalyptus y Pinos a ser comercializados en el mercado nacional e internacional. Según La documentación relevada, se estudia la probable adquisición de un activo con 60.094 hectáreas, 55.478 en propiedad y los derechos de explotación sobre los bosques ya existentes en las 4.616 hectáreas restantes, en la modalidad de arrendamiento. Entre el 60% y el 65% de la superficie total se encuentra forestada.

Se replica la estructuración jurídica y financiera. El Fiduciario emitirá mediante oferta pública, certificados de participación cuyos suscriptores iniciales (Fideicomitentes), aportarán los fondos que el Fiduciario invertirá en la compra o arrendamiento de los inmuebles rurales para el desarrollo de la actividad silvícola, según las recomendaciones del Administrador, el Plan de Negocios y las demás condiciones y procedimientos que se desprenden del Prospecto Informativo y sus plexos convencionales centrales, a saber: el Contrato de Fideicomiso Financiero y el Contrato de Administración.

Los contratos señalados y sus Anexos están incorporados en el Prospecto Informativo y fueron otorgados por las partes el día 17 de diciembre de 2018. De la compulsa de toda esta documentación, como concepto general se puede adelantar que se cumplen las disposiciones legales y reglamentarias disciplinadas para el fideicomiso financiero, tanto en cuanto a su constitución formal y aspectos relacionados con la capacidad y legitimación de los contrayentes. En cuanto al fondo, no se advierten obstáculos jurídicos que impidan o pongan en riesgo el rendimiento esperable bajo los certificados de participación a emitirse.

Las estructuras fiduciarias precedentes fueron analizadas e informadas positivamente y a la fecha no hemos recibido información sobre eventos que pudieran comprometer la satisfacción de los derechos de participación de los inversores. No obstante, este Fideicomiso es una estructura nueva que lógicamente crea un nuevo patrimonio autónomo y afectado exclusivamente al cumplimiento de sus fines. Por ello proponemos, en primer lugar, explicar las principales cláusulas contractuales, para luego hacer hincapié en las exigencias impuestas al Administrador en tanto gestor del Plan de Negocios y las atribuciones de los Titulares a través de las Asambleas y del Comité de Vigilancia, en aras del debido contralor de la marcha del negocio para el éxito

del emprendimiento y por añadidura el rendimiento de su inversión.

II – El contrato de Fideicomiso Financiero

Objeto y patrimonio. El objeto del contrato naturalmente la constitución de un patrimonio de afectación autónomo, mediante la emisión de Certificados de Participación (CP), de acuerdo al artículo 25 de la Ley 17.703 y las pautas establecidas en el Prospecto Informativo y en el Contrato de Fideicomiso Financiero (el Contrato). La emisión tendrá un tope de U$S 330.000.000 y se llevará a cabo una vez quede registrada la oferta por el BCU.

Con los fondos que se obtengan de la colocación de los valores, el Fiduciario invertirá en la compra y/o arrendamiento de los inmuebles y el desarrollo de la actividad silvícola conforme al Plan de Negocios, las instrucciones del Administrador y las pautas del Contrato, bienes todos que pasarán a integrar el patrimonio fiduciario y que en la nomenclatura del Contrato quedan comprendidos en la definición de **Activos**, como *"los bienes y/o derechos, presentes y futuros, incluyendo los inmuebles y los activos financieros, y todos los derechos económicos, presentes y futuros, que formen parte del patrimonio del Fideicomiso"*; cuyo contenido completo luce detallado en la cláusula 4 (Bienes Fideicomitidos).

Emisión de los Valores. Los términos centrales de la emisión surgen de las cláusulas 16 a 19 del Contrato y en particular del Prospecto Informativo en lo atinente a la suscripción e integración de los CP, en función de la remisión de la cláusula 19 del Contrato. Los CP serán ***escriturales y de oferta pública.*** Se emitirán a favor de sus Titulares mediante el Documento de Emisión cuyo modelo luce anexo al Prospecto y tendrán cotización bursátil en la Bolsa de Valores de Montevideo SA y en BEVSA.

Derechos que otorgan los CP. Se establece el pago de ***Fondos Netos Distribuibles*** al cierre de cada ejercicio y la distribución final bajo el rubro ***Fondos Netos Remanentes.*** El Contrato define a los Fondos Netos Distribuibles como los *"efectivamente percibidos por el Fideicomiso originados en rentas por la explotación del negocio, que surgen de deducir de las disponibilidades al cierre del ejercicio de cada año, las previsiones de gastos e inversiones a realizar en los próximos ejercicios económicos que sean determinadas de acuerdo al informe elaborado por el Administrador a tales efectos. El importe resultante, no podrá superar los resultados contables acumulados del Fideicomiso a dicho Cierre de Ejercicio"* (31 de diciembre de cada año). Los Fondos Netos Remanentes son los que existan al vencimiento del Contrato *"una vez enajenados todos los Bienes Fideicomitidos y canceladas todas las obligaciones del Fideicomiso"*.

En este apartado deben tenerse en cuenta otros dos aspectos. En primer lugar, que en los dos primeros ejercicios (año 0 a 2 del Fideicomiso), no se harán distribuciones aunque exista disponibilidad de fondos al cierre del respectivo balance, pues serán destinados al financiamiento del emprendimiento (cobertura de futuros gastos e inversiones). En segundo lugar y como principio rector, se establece que cualquier pago que corresponda a los Titulares bajo los valores estará siempre subordinado al pago previo y total de los Pasivos y Gastos del Fideicomiso (cláusula 17).

Suscripción e integración. La suscripción de los CP se hará mediante el sistema de licitación electrónica de BEVSA, en dos etapas. La primera Etapa estará, a su vez, segmentada en dos tramos:
(i) uno para recibir ofertas de inversores Minoristas (mínimo de U$S 1.000 y máximo del equivalente en dólares a UI 500.000 por inversor), por hasta un monto máximo de suscripción de U$S 33.000.000 y
(ii) un tramo denominado General (inversores mayoristas, institucionales), con un monto mínimo de suscripción de U$S 1.000 y un máximo de U$S 328.020.000. La segunda Etapa consistirá en la instancia para que Agroempresa Forestal SA, en su rol de sponsor, suscriba CP por el 0,6% de los montos suscriptos en la primera Etapa con un tope de U$S 1.980.000. Esto último implica una innovación respecto de los Fideicomisos precedentes, donde el Administrador no tenía dicha obligación. En el mismo sentido de comprometer al Administrador con el éxito del negocio forestal afectando su propio patrimonio, es la nueva obligación de adquirir (con ciertas limitaciones) CP que se ofrezcan cada año en el mercado secundario de los valores.

Se mantiene el mecanismo de integración diferida de los CP, pero en este caso se modifican respecto del anterior (FF Bosques 3), la secuencia temporal y las alícuotas de las Fechas de Integración. En el presente caso el primer pago será por el equivalente al 12% de lo suscripto y adjudicado, el día hábil siguiente al cierre del Período de Suscripción; la segunda integración por el equivalente al 86%, 60 días contados desde la misma fecha y la última integración por el equivalente al 2% restante, dentro de los 5 años a partir de la suscripción.

Plazo. Según la cláusula 22 del Contrato, el Fideicomiso no tiene un plazo cierto de finalización, sin perjuicio de límite legal de 30 años. En efecto se adopta una fórmula abierta e indeterminada: *"se mantendrá vigente y válido por el 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".*

Responsabilidad de las partes. Tanto para el Fiduciario como para el Administrador nos encontramos en el ámbito de la responsabilidad subjetiva en tanto la culpa es el factor de atribución. Asimismo los comprende el estándar del buen hombre de negocios; en el caso del Fiduciario esto se desprende de la lectura del artículo 16 de la Ley 17.703 y en el caso del Administrador, conforme al artículo 83 de la Ley 16.060.

En las convenciones las partes diagraman en forma adecuada las soluciones para los casos de incumplimiento. En relación al Fiduciario están básicamente contenidas en las cláusulas 27 a 30 del Contrato. Respecto del Administrador la cláusula 13 del Contrato lista las causales de remoción en relación directa con el incumplimiento de sus obligaciones, todo lo cual se encuentra simétricamente regulado en el Contrato de Administración.

Otros aspectos de la estructura

Se prevé la facultad de constituir una *Reserva para Contingencias y una Reserva de Liquidación del Fideicomiso (cláusulas 39 y 40 respectivamente).* La primera deberá atender eventuales contingencias legales derivadas de reclamaciones de daños y perjuicios, ya sea que fueran reclamados en forma extrajudicial o judicial. La segunda apunta básicamente a cubrir contingencias tributarias o de otro tipo que recaigan sobre el fideicomiso en ocasión de la liquidación del fideicomiso.

La estructura convencional cumple con los requisitos legales de constitución formal, individualización y publicidad de la propiedad fiduciaria así como la oponibilidad (artículos 2, 6 y 17 de la ley 17.703) y se previene su presentación al Banco Central del Uruguay a los efectos de lo previsto por el artículo 12 del Decreto Reglamentario 516/003. Se prevé que el Fiduciario inscriba el contrato en el RNAP (cláusula 44). Dentro de este marco normativo general el Fiduciario estará obligado a rendir cuentas de su gestión (art. 18) y cláusula 33 del Contrato.

Por su parte, resultan de aplicación las normas de la Ley 18.627 que prevén la intervención de una Entidad Registrante, quien será responsable de llevar el Registro de Valores Escriturales, efectuando las pertinentes anotaciones en cuenta de sus respectivos Titulares. A su vez, BEVSA será la Entidad Representante de los Titulares de acuerdo a lo establecido en el artículo 73 de la ley 18.627 y del Contrato de Entidad Representante anexado en el Prospecto.

III – Contingencias jurídicas

En este segmento se analizan, por un lado los requisitos normativos para la formación válida y eficaz de la voluntad de las partes y por otro, las circunstancias contingentes que pudieran afectar el derecho de participación de los Titulares en Fideicomiso, y en tal caso, las herramientas mitigantes diseñadas.

(i) Aspectos subjetivos

Del Fiduciario. EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A., según informa el Prospecto ***desde julio de 2004 está autorizada por el Banco Central del Uruguay*** para actuar como fiduciario en fideicomisos financieros en el Uruguay, de acuerdo a las disposiciones de la Ley 16.774 y 17.703. Aparte de este rol central de cumplir con el encargo fiduciario, EF Afisa actúa como Entidad Registrante y Agente de Pago de los Valores.

De los Fideicomitentes Beneficiarios. En lo atinente a los requisitos de capacidad jurídica y poder normativo negocial de los beneficiarios (Titulares de los CP), deberán ser calibrados en atención a las particularidades personales o institucionales de cada inversor; tanto en lo atinente a la operación bursátil como para participar en el contrato. Cabe reiterar aquí, que el Administrador se obliga a participar en la emisión adquiriendo la totalidad de CP que se ofrezcan en la Segunda Etapa con tope en U$S 1.980.000, y mantener dicha participación durante toda la vida del fideicomiso en tanto sea el Administrador. ***El incumplimiento de esta obligación será causal de rescisión, sin costo o responsabilidad para los Titulares.***

Según surge del Prospecto, el Administrador mantiene las mismas autoridades y estructura orgánica que en las estructuras fiduciarias anteriores y no se advierten elementos que obstaculicen obligarse en forma válida y eficaz en el presente caso.

(ii) Aspectos objetivos

Según viene dicho, este bloque está dedicado a los aspectos estructurales más destacables desde la perspectiva de los beneficiarios en orden al óptimo cumplimiento del Plan de Negocios como requisito central para la satisfacción

de su derecho de participación. Sin desmedro de otros, entendemos que los aspectos más relevantes son: el otorgamiento por parte del Estado de las autorizaciones administrativas previas, en tanto son establecidas como condiciones resolutorias del Fideicomiso; el cumplimiento por parte del Administrador de su haz obligacional y el contralor de los propios Titulares sobre la marcha del negocio forestal, tanto a través de las Asambleas como del Comité de Vigilancia.

a. Autorizaciones Previas

En primer lugar se deberá gestionar ante el Poder Ejecutivo las autorizaciones que ordena la Ley 18.092 y su Decreto reglamentario N° 225/007, para la titularidad del fideicomiso del derecho de propiedad sobre los inmuebles rurales que sean adquiridos así como explotaciones agropecuarias. Están comprendidos en el ámbito subjetivo de la norma legal, los fiduciarios de fideicomisos financieros comprendidos en la Ley 17.703, siempre que su capital está representado mayoritariamente por títulos que se hayan integrado a través del mecanismo de oferta pública en la bolsa de valores. La autorización se otorga en cada caso e indicará los inmuebles que se autorizan al efecto y deberá autorizar, además, cada aumento de superficie de tenencia o cuando se sustituyan inmuebles.

Por su parte y en forma simultánea, el proyecto forestal deberá ser presentado ante la Dirección Forestal del MGAP a efectos de su aprobación y la concesión de los beneficios fiscales. La duración de este proceso se estima en 3 meses.

Finalmente y por tratarse de un emprendimiento forestal nuevo y mayor a 100 hectáreas, según las disposiciones del Decreto N° 349/005, el proyecto requiere Autorización Ambiental Previa que es otorgada por la Dirección Nacional de Medio Ambiente (DINAMA) en la órbita del MVOTMA.

Todas estas autorizaciones están pautadas como causales de extinción del Fideicomiso en la cláusula 22. Se trata de verdaderas condiciones resolutorias. Los incisos finales dicen: *"Asimismo, el Fideicomiso se extinguirá, previa resolución de una Mayoría Especial de Titulares, en caso que:*
***(i)** no se obtenga la autorización para la compra de campos de acuerdo a la ley 18.092 en el plazo de un año de presentada la solicitud correspondiente; o*
***(ii)** no se obtenga autorización para plantar de parte del MGAP y de DINAMA en el plazo de tres años de realizada la Emisión. Ocurrida la extinción del Fideicomiso, el Fiduciario procederá a la liquidación del Fideicomiso, elaborando un balance final de liquidación a tales efectos".*

Ahora bien, en función de la experiencia acumulada en anteriores estructuras, cabe señalar que las autorizaciones fueron otorgadas y nada hace sugerir en términos razonables que no acontezca lo mismo en el presente caso.

b. Obligaciones del Administrador

Este tipo de fideicomisos financieros donde la finalidad es el desarrollo de un emprendimiento productivo, son desarrollados u operados por un especialista denominado administrador, gestor, sponsor, etc. Esto implica que un haz obligacional en principio perteneciente al fiduciario se desplaza hacia esta persona ajena al esquema legal del fideicomiso pero imprescindible para el

cumplimiento de su fin. La delegación o tercerización de tareas o funciones se verifica mediante una convención singular o dentro del propio contrato constitutivo del fideicomiso. En la especie sucede lo primero, sin perjuicio de anotar que el elenco obligacional central que asume Agroempresa Forestal SA se replica en las cláusulas 8 a 11 del Contrato de Fideicomiso. A nuestro juicio esta delegación es plenamente válida y eficaz aunque la Ley 17.703 no lo diga en forma expresa. Obviamente, la transferencia no comprende aquellas obligaciones que la ley mandata en forma personal, privativa e indelegable al fiduciario: emitir los valores, administrar el patrimonio fiduciario y las cuentas fiduciarias, adquirir o arrendar los inmuebles, rendir cuentas de su gestión, llevar una contabilidad separada y en especial, pagar los derechos emergentes de los CP en las oportunidades proyectadas. Las cláusulas señaladas despejan toda duda al respecto. En efecto, el objeto de su contratación es *"cumplir 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 las tareas subcontratadas a éste".*

La implementación del Plan de Negocios (Anexo del Contrato) está diseñada en las cláusulas 9 y 10 del Contrato (replicadas en el Contrato de Administración). El primero refiere a la selección, adquisición y/o arrendamiento de los inmuebles, con la singular participación del Comité de Vigilancia en todo ese proceso. Asimismo se establecen pautas sobre la vinculación con terceros en la ejecución del plan productivo: *"será responsable por seleccionar y controlar a los contratistas que presten tareas al Fideicomiso (...)". Además: "El Administrador será responsable por los reclamos que se generen con empresas tercerizadas, solamente cuando éstas se hayan iniciado por incumplimiento del Administrador de alguna de las obligaciones de control de contratista en el Plan de Negocios".* Esta previsión contractual tiene especial relevancia en el ámbito de la Ley 18.251, siendo la forestación un sector de actividad fuertemente segmentado y con un alto registro de accidentes.

En segundo lugar, la cláusula 10 establece los criterios de evaluación anual de cumplimiento de los **estándares mínimos de desempeño** por parte del Administrador, pauta que constituye sin dudas una sólida herramienta en manos de los Titulares para el control de cumplimiento en la ejecución del Plan. Cabe reproducir el último inciso de la cláusula: *"El incumplimiento de cualquiera de estos estándares, será causa suficiente para que los titulares por* ***Mayoría de Titulares resuelvan el cese*** *del Administrador en sus funciones".*

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

c. Actuación de los Titulares

Quien invierte en certificados de participación de un patrimonio fiduciario, está asumiendo compartir los riesgos de la actividad productiva actividad, que como viene dicho, desarrolla una persona distinta del fiduciario. En este marco de riesgo compartido y delegación de la actividad productiva, adquieren particular relevancia las prerrogativas que se confieren a los Titulares para incidir en la vida del Fideicomiso.

Asamblea de Titulares. Una de esas prerrogativas es la actividad de las Asambleas en tanto órgano político del Fideicomiso. En la cláusula 31 del Contrato están condensados todos los requisitos que refieren al derecho a voto, las convocatorias, el quorum, la legitimación que otorga el registro de los CP, etc. En cuanto a las atribuciones y mayorías requeridas, el principio es que la Asamblea resuelve cualquier tema que se proponga por el voto conforme de uno o más titulares cuyos valores representen un valor nominal superior al **50%** de los valores emitidos y con derecho a voto **(Mayoría Absoluta de Titulares)**. Ahora bien, hay ciertas decisiones que requieren que por si importancia requieren una mayoría especial, esto es, el voto conforme de uno o más Titulares que representen un valor nominal superior al **75%** de los CP emitidos y con derecho a voto **(Mayoría Especial de Titulares).** Estas decisiones son: modificar las condiciones de la emisión de los valores; determinar la enajenación de los bienes del patrimonio; designar la persona encargada para ello; la extinción del fideicomiso en caso de insuficiencia patrimonial; aprobar la venta anticipada, a partir del quinto año, a propuesta del Administrador o de la Asamblea, en este último caso si la venta implica que la TIR del proyecto sea superior al 8.5%; aprobar cambios en el Plan de Negocios propuestos por el Administrador; aprobar la prórroga de la venta de los Activos al final del proyecto forestal por hasta 3 años, o aún por más de 3 años con el consentimiento del Administrador; la sustitución de la Entidad Representante; la remoción del Administrador; la sustitución del Fiduciario en caso de incumplimiento cuando corresponda.

Comité de Vigilancia (cláusula 32). Sus atribuciones se relacionan con el control del Administrador y del Fiduciario en el cumplimiento de los contratos, del Prospecto Informativo y del Plan de Negocios; para lo cual cuentan con amplias facultades de inspección, consulta, revisión y verificar que la información que reciban los Titulares sea oportuna, suficiente y veraz.

La cláusula lista con sumo detalle todas las atribuciones del Comité, sin perjuicio de algunas especiales que se pactan en otras disposiciones convencionales (en particular lo disciplinado en la cláusula 9), por lo cual cabe estar a su detenida lectura. Cabe añadir que no obstante las potestades correctivas del Comité sobre los posibles desvíos en la ejecución de las obligaciones asumidas por las partes, la norma finaliza señalando que *"La actuación del Comité de Vigilancia no eximirá al Administrador o al Fiduciario de su responsabilidad por su actuación"*.

En conclusión y contemplando todos los aspectos involucrados, el negocio fiduciario cuenta con un razonable grado de cobertura, no advirtiendo riesgos jurídicos relacionados con el proceso de emisión.

Montevideo, 6 de febrero de 2019.-



ANEXO 6: CODIGO DE ETICA DEL FIDUCIARIO

EF ASSET MANAGEMENT

Administradora de Fondos de Inversión S.A.

CÓDIGO DE ÉTICA

Aprobado por directorio con fecha 4 de enero de 2017
Versión 2017

1. INTRODUCCIÓN

EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A. (en adelante "EFAM") es una sociedad administradora de fondos de inversión, la cual se encuentra inscripta y regulada por el Banco Central del Uruguay.

Su negocio es actuar en el mercado uruguayo como administradora de fondos de inversión o como fiduciario de fideicomisos.

Como actores del sector financiero, es muy importante asegurarse la honestidad e integridad de todos los funcionarios propios o tercerizados que presten servicios en EFAM (los "Funcionarios"), siendo esta una de nuestras prioridades.

Este Código de Ética reafirma nuestras políticas básicas de actuar de acuerdo con los más altos estándares de conducta ética para directores, ejecutivos y todos los Funcionarios que cumplan funciones para EFAM.

Las disposiciones establecidas en el presente Código, no sustituyen ni limitan en modo alguno el conjunto de normas cualquiera sea su fuente, aplicables a nuestra entidad.

El fundamento de nuestro Código de Ética consiste en normas de conducta personal que pretenden superar las exigencias jurídicas: a) honestidad y sinceridad en nuestras actividades, que incluyen cumplir con el espíritu, tanto como con la letra de la ley, evitar conflictos entre los intereses personales y el interés de EFAM, y aún en la aparición de tales conflictos, el mantenimiento de la reputación de EFAM y sus Funcionarios, evitando actividades que puedan tener un impacto negativo en EFAM o en sus Funcionarios, y b) integridad cuando se manejan activos, fondos y bienes administrados por o de propiedad de EFAM.

Este Código de Ética pretende orientar a cada uno de los Funcionarios de EFAM cuando deban enfrentarse a algunas decisiones de negocios. Obviamente este Código no puede cubrir todas las situaciones; y es probable que se presenten dudas. En tales casos, se deberá recurrir a la Alta Gerencia.

2. ALCANCE

Los principios y valores enunciados en este Código, son aplicables a todos los Funcionarios de EFAM, incluyendo al Directorio y la Alta Gerencia, y a EFAM como organización.

3. HONESTIDAD, SINCERIDAD Y CUMPLIMIENTO CON LA LEY

3.1. Beneficios Personales

Ningún Funcionario puede aceptar beneficios personales tales como compensaciones en dinero o recibir regalos profusos o atenciones profusas de parte de los clientes, bancos o firmas de valores que EFAM utilice en sus operaciones ("Clientes") o por parte de otras empresas que provean de bienes o servicios a EFAM (tales como seguros, estudios contables o jurídicos, mantenimiento, alimentos y otras firmas vendedoras, etc.).

Si un Funcionario recibe algún regalo de un Cliente o proveedor (que no sean atenciones en especie de escaso valor, como será a fin de año o en otras raras ocasiones), deberá informarlo en forma inmediata a la Alta Gerencia, y conforme las instrucciones, conservarán el presente o lo devolverán.

A estos efectos, la expresión "Funcionario" incluye al cónyuge del Funcionario, hijos menores, otros dependientes, u organización que actúe como representante o fiduciario de cualquier Funcionario o miembro de su familia a través de los cuales el Funcionario o cualquier miembro de su familia puedan recibir algo de valor. El Funcionario en todo caso debe cumplir con las disposiciones vigentes en materia de lavado de dinero y financiamiento del terrorismo.

3.2. Definición de Beneficios Personales

Se entiende por beneficios personales a cualquier clase de regalo, gratuidad, favor, servicio, préstamo, beneficio, legado, honorario o compensación proveniente de cualquier Cliente, de cualquiera que busque realizar negocios con EFAM o de cualquier otra persona u organización, sea Cliente o no.

Sin embargo, si no existe una razonable apariencia de que el Funcionario se verá influido en forma indebida (en el desarrollo de sus tareas hacia EFAM), los siguientes no constituyen "Beneficios Personales":

- Las cortesías normales comerciales que facilitan la discusión de los negocios de EFAM o fomentan buenas relaciones comerciales dentro de la comunidad (almuerzos, espectáculos, etc.) que no involucran otra cosa que amabilidad no frecuente o común.

- Regalos en especie de valor nominal modesto a fin de año o en otras ocasiones no frecuentes, excepto si provienen de un proveedor.

- Presentes en virtud de parentesco, matrimonio, jubilación, licencia,

cumpleaños o relacionamiento social totalmente ajenos e independiente de las relaciones comerciales.

- Material publicitario o promocional sin valor sustantivo (lapiceras, agendas, etc.).

- Descuentos o bonificaciones sobre mercadería o servicios que no excedan los que están permitidos para otros clientes.

3.3. Honorarios y Comisiones Personales

Ningún Funcionario puede aceptar honorarios o comisiones con referencia a cualquier operación realizada a nombre de EFAM. La aceptación de pagos de Clientes, proveedores, Clientes o proveedores potenciales de EFAM, por asesoramiento personal u otros servicios profesionales, requiere ser aprobada en forma previa por el Directorio.

3.4. Pagos Indebidos y Prácticas Corruptas

Ningún Funcionario podrá dar, ofrecer, prometer, de manera directa o indirecta, cualquier cosa de valor para influenciar corruptamente a cualquier funcionario público, incluyendo, cualquier integrante de un partido político o candidato de un partido político, con el fin de obtener o retener negocios o ventajas indebidas (por ejemplo: judiciales o administrativas).

Asimismo, queda prohibido el ofrecimiento o pago de remuneración a cualquier persona, ya sea directamente o a través de intermediarios tales como agentes de valores, abogados, contadores, consultores, etc. Además, ningún Funcionario de EFAM podrá aceptar pagos en relación a cualquier decisión de negocios o transacción.

3.5. Declaraciones Falsas

Los Funcionarios de EFAM se comprometen a no realizar declaraciones falsas o prácticas similares que puedan configurar una violación a las Leyes Penales así como al presente Código de Ética. Todo Funcionario que descubra o tenga conocimiento de que se están realizando dichas prácticas, deberá comunicarlo de inmediato al Directorio.

3.6. Trato Justo y Equitativo hacia los Funcionarios

EFAM trata a sus Funcionarios por igual, sin distinción de raza, sexo, color, edad, orientación sexual, orientación religiosa, nacionalidad, discapacidad, estado de ciudadanía, estado civil, o cualquier otra categoría que se encuentre

protegida por la legislación vigente. Todas las decisiones de empleo que toma EFAM, tales como la contratación o la promoción, se basan exclusivamente en las cualidades, calificaciones técnicas, virtudes y rendimiento del Funcionario. Es un principio fundamental tratar a todos los Funcionarios con el mismo respeto y justicia que esperamos recibir de ellos, esto incluye todas las formas de comunicación, (verbales, simbólicas o escritas).

3.7. Diversidad

EFAM se compromete a proporcionar un entorno de trabajo no discriminatorio, donde a todos los miembros se les valora y se le otorgan las herramientas necesarias para tener éxito. Sólo podemos obtener un alto nivel de integración y desarrollo de nuestros Funcionarios mediante el trabajo en equipo, la comprensión y el respeto de las diferencias entre nuestros miembros. EFAM cree que el respeto por la diversidad es un factor clave para alcanzar un ambiente de trabajo donde se desarrolle y se contribuya al objetivo de sus negocios. Cada uno de los miembros es responsable de la aplicación de ésta Política, para así lograr un ambiente de trabajo saludable.

3.8. Acoso

EFAM no tolerará ninguna forma de acoso, ya sea dirigida a un compañero de trabajo, un cliente o un proveedor. No aceptamos ninguna conducta física o verbal que sea inadecuada y que pueda interrumpir o interferir con la habilidad de otros para hacer su trabajo, o que cree un ambiente de trabajo hostil. Lo anterior incluye, el lenguaje inapropiado, las comunicaciones (escritas, electrónicas o telefónicas) o cualquier otra forma de interacción personal. EFAM tiene cero tolerancia con el acoso, y prohíbe expresamente cualquier forma de hostigamiento por parte de sus Funcionarios, ya sean por motivos de raza, sexo, color, religión, embarazo, discapacidad, estado civil o cualquiera otra que estuviera prohibida por las Leyes vigentes. Los Funcionarios se comprometen al mantenimiento de un ambiente de trabajo productivo, libre de acosos y de actividades perturbadoras.

3.9. Drogas, Alcohol y Sustancias Prohibidas

Está prohibido el uso, posesión, transferencia o venta de alcohol, drogas o cualquier otra sustancia prohibida en el trabajo por cualquier Funcionario excepto con propósitos médicos indicados y aprobados específicamente, debiendo informar en tal caso al Responsable del sector.

3.10. Cumplimiento con Leyes y Regulaciones

Es política de EFAM el cumplir estrictamente con las leyes y regulaciones que

son de aplicación a su negocio. Aunque las leyes o regulaciones puedan ser ambiguas en ocasiones o difíciles de interpretar, EFAM enfatiza que todos sus miembros hagan el esfuerzo de buena fe de seguir, no solamente la letra de la ley, sino también su espíritu e intención. Si existen dudas respecto de alguna ley o disposición, los Funcionarios deberían recurrir al Director Ejecutivo o al asesoramiento de los asesores legales de EFAM.

Las infracciones a las leyes y regulaciones vigentes que sean constatadas serán informadas al BCU por cualquiera de los miembros de EFAM con independencia de la cadena jerárquica.

3.11. Detección y Denuncia de Transgresiones al Código de Ética

El descubrimiento de cualquier acontecimiento o acción realizada por un Funcionario de EFAM que sea cuestionable, fraudulento o de naturaleza ilegal, o que transgreda este Código de Ética deberá ser informado directamente al Oficial de Cumplimiento y al Directorio. La omisión de informar tales acontecimientos constituye una transgresión a este Código de Ética.

Todos los informes sobre transgresiones a este Código de Ética serán considerados estrictamente confidenciales. Toda transgresión a este Código de Ética, inclusive la omisión de informar una transgresión al Código hecha por otro Funcionario, será motivo de estudio y aplicación de las sanciones que correspondan.

3.12. Prevención en Lavado de Activos y Financiamiento del Terrorismo

Los Funcionarios de EFAM, deberán asegurar el cumplimiento de las normas encaminadas a prevenir el lavado de activos y el financiamiento del terrorismo. Deberá informarse a las autoridades competentes toda actividad considerada sospechosa, anteponiendo la observancia de los principios éticos al logro de las metas comerciales y económicas.

3.13 *Evitar Prácticas o conductas que distorsionen la eficiencia de los mercados*

Los Funcionarios de EFAM evitarán cualquier práctica que distorsione la eficiencia de los mercados tales como: la manipulación de precios, la competencia desleal, el abuso de poder dominante, el uso indebido de información privilegiada, así como cualquier otra que produzca efectos similares a las antes mencionadas.

4. RELACIONES CON LOS PROVEEDORES

La elección y contratación de proveedores siempre deberá estar fundamentada en criterios técnicos, profesionales, éticos y en las necesidades de la empresa, debiendo ser conducidas dentro de las normas legales, con procesos predeterminados.

Se buscará favorecer el vínculo contractual con entidades con altos estándares éticos.

5. CONFLICTOS DE INTERÉS

Ningún Funcionario puede representar a la empresa en relaciones comerciales en las que pudiera tener algún interés personal, directo o indirecto, a expensas de la empresa.

La toma de decisiones está fundamentada exclusivamente en criterios profesionales, asegurando que la posición jerárquica, la actividad y la influencia no sean utilizadas para obtener beneficios personales actuando siempre de forma imparcial.

Los Funcionarios que realicen actividades laborales externas o de otra índole, de carácter personal, deben asegurar que las mismas no generen conflictos en relación a los intereses de la empresa.

Con el propósito de evitar que se presenten conflictos entre los intereses particulares y los intereses de la empresa y para propiciar una solución en caso de requerirse, todos los Funcionarios tienen la responsabilidad de declarar cualquier interés financiero o no financiero que puede entrar en conflicto con su función dentro de la empresa.

Cualquier transacción con empresas que tengan un vínculo personal serán comunicadas al Director Ejecutivo.

6. CONFIDENCIALIDAD Y REPUTACIÓN DE EFAM

6.1. Confidencialidad y Secreto Bancario

Los Funcionarios no deben divulgar a ningún tercero ninguna información reservada respecto de EFAM, tal como planes estratégicos o de utilidades, como ninguna información sobre clientes o transacciones que estos realicen (información sujeta al secreto bancario).

Esta información debe ser tratada como de naturaleza confidencial y sólo será divulgada dentro de la estructura interna de EFAM sólo a quienes sea necesario informar. Las solicitudes de información provenientes de entidades

reguladoras o del gobierno que no sean las requeridas para los análisis sobre EFAM, deberán ser comunicadas al Directorio y los asesores legales para su estudio.

Los Funcionarios también deben conservar la relación confidencial entre EFAM y cada uno de sus Clientes. Tal confidencialidad es un principio fundamental del negocio de servicios financieros. Nunca deberá discutirse, fuera del ámbito normal para el curso necesario de la actividad de EFAM, respecto de la información confidencial, tal como son los balances, la información financiera obtenida de un cliente o la condición financiera de un cliente.

6.2. Datos Personales

EFAM se encuentra comprometida con el cumplimiento y respeto de las leyes que protegen los datos de carácter personal. En tal sentido, los Funcionarios se obligan a respetar y cumplir con la legislación vigente en la materia, especialmente con el principio de reserva. En este contexto, los Funcionarios que por su situación o posicionamiento dentro de EFAM tuvieren acceso o intervengan en el tratamiento de datos personales (en cualquiera de sus fases), están obligados a guardar estricto secreto profesional sobre los mismos. Esta obligación subsistirá aun después de finalizada la relación con el que los une con EFAM. Cualquier práctica en contario podría dar lugar a las sanciones penales establecidas por la legislación vigente en la materia.

6.3. Inversiones y Finanzas Personales

Los Funcionarios pueden invertir libremente en acciones u otros valores de acuerdo con su criterio, no obstante nunca deben hacer cambios en sus inversiones personales sobre la base de información confidencial relativa a EFAM o a sus Clientes. En el caso en que se haga pública la información confidencial respecto de EFAM o de cualquiera de sus Clientes, el Funcionario deberá esperar un mínimo de dos días laborales antes de invertir basado en esa información, para asegurarse que la misma es de público conocimiento.

Se espera que los Funcionarios mantengan sus finanzas personales en orden. Los juegos de azar, préstamos excesivos o el no cumplimiento de obligaciones contraídas no son compatibles con la ética del Funcinario de EFAM.

6.4. Relación Institucional con funcionarios públicos

Los actos de hospitalidad hacia funcionarios públicos nunca deben ser de tal entidad o naturaleza que puedan tender a comprometer o dar la impresión de comprometer la integridad o la reputación tanto del funcionario público como de EFAM. Cuando corresponda, si la relación personal se extiende, deberá ser en

la expectativa de que sea del conocimiento público.

7. MANEJO DE LA DOCUMENTACION DE EFAM

7.1. Contabilidad Adecuada

EFAM ha establecido controles internos contables y políticas de registro a los efectos de cumplir tanto con los requerimientos de la ley como con los del negocio de EFAM. Se espera que los Funcionarios mantengan y adhieran a estos controles y políticas.

Los registros contables de EFAM deben estar completos, ajustados y tener un grado de detalle razonable. Tales registros incluyen los libros de registros originales y toda otra información financiera usada para el manejo interno, en la toma de decisiones y en la formulación de informes externos. Las transacciones que subyacen deberán estar adecuadamente autorizadas y registradas cronológicamente para permitir la preparación de los estados financieros de acuerdo con los principios de contabilidad generalmente aceptados y mantener la registración de los activos. No están permitidos fondos o activos que no estén completa y adecuadamente registrados en los libros de EFAM o de los fondos o fideicomisos que EFAM administra. Además, es ilegal falsificar cualquier libro, registro o cuenta que refleje operaciones de EFAM o disposición de los activos de EFAM o los fondos o fideicomisos que administra. Los Funcionarios de EFAM deberán asegurarse que todas las operaciones con terceros estén debidamente documentadas y registradas, para evitar cualquier posible alegación de que EFAM respaldaba a tales personas efectuando un inadecuado registro o detalle de la naturaleza de las operaciones involucradas.

7.2. Fondos y Bienes Pertenecientes a EFAM

Los Funcionarios son responsables de utilizar los recursos de EFAM (incluyendo el tiempo, los materiales, los equipos y la información), para los fines de los negocios de EFAM y no para sus fines personales.

Cada miembro de EFAM es personalmente responsable de todos los fondos de EFAM sobre los cuales ejerce algún tipo de control. Los fondos de EFAM deben ser utilizados únicamente para los fines comerciales de EFAM.

EFAM se esfuerza en proporcionar a sus miembros el equipo y las herramientas adecuadas para la realización de sus tareas con eficiencia y eficacia. Los Funcionarios deben cuidar el equipo y las herramientas que utilizan, de forma responsable, y utilizarlos siempre para los fines de los negocios de EFAM.

Los Funcionarios no deben tener ninguna expectativa de privacidad respecto a la información transmitida o almacenada en cualquier medio (ya sea papel, magnético, electrónico, etc.), arrendado a terceros por EFAM o que sea de propiedad de EFAM. En la medida que la ley lo permita, EFAM se reserva el derecho de acceder a dicha información en cualquier momento, ya sea con o sin la aprobación o consentimiento del Funcionario.

7.3. Retención de Documentos

Cualquier Funcionario de EFAM deberá comunicar a su Responsable o al Director Ejecutivo sobre cualquier tipo de documento que vaya dirigido a EFAM y que eventualmente llegara a sus manos. Queda prohibido destruir, ocultar o dañar cualquier tipo de documentación relacionado o dirigido a EFAM.

8. CUMPLIMIENTO DEL CODIGO DE ETICA

Se espera el Funcionario actúe en forma leal, prudente, ética y honesta en todas las operaciones con terceros y que mantenga los altos estándares éticos de EFAM de acuerdo con este Código de Ética. El Funcionario ejecutará diligentemente las órdenes recibidas según los términos en que fueron impartidas. Si se presenta la situación en la cual un Funcionario no está seguro si se produce una trasgresión al presente Código, puede comunicarse con el Oficial de Cumplimiento o el Directorio para solicitar su orientación. El no cumplimiento de cualquiera de las normas de este Código de Ética es materia de las acciones disciplinarias que correspondan.

9. ADHESIÓN AL CODIGO DE ETICA

EFAM deberá proporcionar una copia del presente Código de Ética a todos los Funcionarios, quienes suscribirán su adhesión al mismo mediante comunicación escrita.

ANEXO 7: POLITICA DE GOBIERNO CORPORATIVO DEL FIDUCIARIO

Edificio Ferrere
Juncal 1392
Montevideo – Uruguay CP 11000
Tel: (598) 2900 1000 Fax: (598) 2900 5000

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

POLÍTICA DE GOBIERNO CORPORATIVO

Aprobado por directorio con fecha 4 de enero de 2017
Versión 2017

Edificio Ferrere
Juncal 1392
Montevideo – Uruguay CP 11000
Tel: (598) 2900 1000 Fax: (598) 2900 5000

CONTENIDO

1. OBJETIVO 3
2. PRÁCTICAS DE GOBIERNO CORPORATIVO 3
3. PRINCIPIOS RECTORES DEL GOBIERNO CORPORATIVO 3
4. ESTRUCTURA DE GOBIERNO CORPORATIVO 4
Directorio 4
Director Ejecutivo 5
Sindicatura 5
Oficial de Cumplimiento 5
Comité de Gestión y Cumplimiento 5
5. ORGANIGRAMA 7

Edificio Ferrere
Juncal 1392
Montevideo – Uruguay CP 11000
Tel: (598) 2900 1000 Fax: (598) 2900 5000

1. OBJETIVO

El presente documento tiene como objetivo regular los procedimientos de EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A. (EFAM) en lo que refiere a su organización y prácticas de gobierno corporativo (el "Gobierno Corporativo").

El Gobierno Corporativo de EFAM engloba el conjunto de estructuras de dirección, gestión y control y sus respectivas normas, principios y prácticas sobre su integración y funcionamiento, así como las normas, principios y prácticas a partir de las cuales se establecen objetivos institucionales, la determinación de los medios para alcanzarlos y la supervisión de su cumplimiento, asegurando en todos los casos una actuación alineada a los intereses de EFAM

2. PRÁCTICAS DE GOBIERNO CORPORATIVO

El Gobierno Corporativo de EFAM se encuentra totalmente alineado con las definiciones, principios y objetivos establecidos en la normativa bancocentralista, así como con las mejores prácticas de referencia.

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

Como principio base, el Gobierno Corporativo procurará que todos los funcionarios propios y tercerizados, se adhieran al cumplimiento de las normas, principios y prácticas definidos. Para ello promoverá la correcta y eficaz difusión del Código de Ética, el Código de Buenas Prácticas y el Código de Conducta de EFAM, con el fin de que todos los funcionarios se desempeñen en consonancia con los ideales promovidos por EFAM.

3. PRINCIPIOS RECTORES DEL GOBIERNO CORPORATIVO

El Gobierno Corporativo se encuentra regido por los siguientes principios:

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

Edificio Ferrere
Juncal 1392
Montevideo – Uruguay CP 11000
Tel: (598) 2900 1000 Fax: (598) 2900 5000

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

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

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

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

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

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

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

- **Confidencialidad**

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

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

4. ESTRUCTURA DE GOBIERNO CORPORATIVO

Directorio

Es integrado por dos directores: uno ejecutivo y otro no ejecutivo.

Sin perjuicio de los cometidos que tiene el Directorio, conforme a la normativa banco centralista y demás manuales y políticas de EFAM, el Directorio será responsable de asegurar el adecuado cumplimiento de las prácticas de Gobierno Corporativo establecidas en este manual.

Edificio Ferrere
Juncal 1392
Montevideo – Uruguay CP 11000
Tel: (598) 2900 1000 Fax: (598) 2900 5000

Director Ejecutivo

El Director Ejecutivo, tendrá atribuciones similares a la de un Gerente General. Entre ellas, además de participar en el Comité de Gestión y Cumplimiento, estará a cargo del relacionamiento con los proveedores de servicios administrativos, contables y legales, así como el control de sus actividades.

Sindicatura

La estructura, roles, responsabilidades y funciones del Síndico se encuentran alineadas con las disposiciones legales vigentes. El Síndico estará encargado del control interno de la sociedad, cometiéndose a la fiscalización privada de la misma.

Oficial de Cumplimiento

A los efectos de gestionar el riesgo de lavado de activos y financiamiento del terrorismo, EFAM cuenta con un sistema integral de prevención basado en riesgos, fijando como base mínima de la gestión, la normativa vigente y aplicable en Uruguay.

El Oficial de Cumplimiento será el responsable de la definición y revisión periódica del sistema de prevención, asegurándose que se implementen los procedimientos necesarios para llevar adelante las políticas y estrategias definidas. A partir de estas actividades puede sugerir cambios que deberán ser aprobados por el Directorio.

En este marco, el Oficial de Cumplimiento es responsable de verificar: que se cumplan las políticas y procedimientos de EFAM, participar en la elaboración y modificación de nuevas políticas y procedimientos internos , seguimiento de operaciones, recepcionar y evacuar consultas del regulador y de otros funcionarios, tomar conocimiento de los informes elaborados por los órganos de control interno y externo y efectuar el seguimiento, a los efectos de verificar e impulsar su regularización, brindar y participara en capacitaciones al respecto.

Comité de Gestión y Cumplimiento

Este órgano estará compuesto por: el Director Ejecutivo, el Oficial de Cumplimiento, el Socio y el Gerente responsable de la firma que brinde los servicios de administración, contabilidad y apoyo al sistema de prevención de lavado y financiamiento de terrorismo.

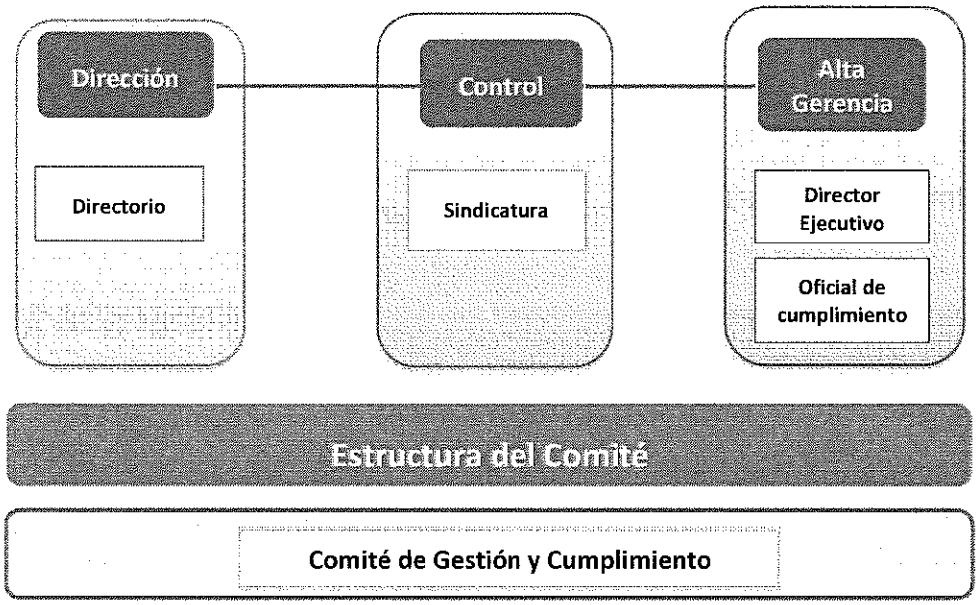
El Comité de Gestión y Cumplimiento se reunirá trimestralmente o ad hoc, si por algún motivo es necesario y puede ser convocado por cualquiera de sus miembros.

Edificio Ferrere
Juncal 1392
Montevideo – Uruguay CP 11000
Tel: (598) 2900 1000 Fax: (598) 2900 5000

El Comité de Gestión y Cumplimiento evaluará el nivel de cumplimiento en la gestión de los fideicomisos administrados, los informes de auditoría externa y otras propuestas o decisiones que pudieren surgir.

Las reuniones serán documentadas en actas que serán circuladas a los miembros del Comité de Gestión y Cumplimiento y al Directorio.

Asimismo, este Comité contribuirá a la implementación y actualización permanente de las prácticas y políticas internas de EFAM, con el objetivo de lograr una continua mejora en la gestión de los fideicomisos administrados y un estricto cumplimiento de la normativa bancocentralista.



Edificio Ferrere
Juncal 1392
Montevideo – Uruguay CP 11000
Tel: (598) 2900 1000 Fax: (598) 2900 5000

5. ORGANIGRAMA



Aprobado por el Directorio de EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A. el 4 de enero de 2017.-

ANEXO 8: ULTIMOS ESTADOS CONTABLES DEL FIDUCIARIO

Deloitte.

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

Estados financieros correspondientes al ejercicio finalizado el 31 de diciembre de 2018 e informe de auditoría independiente

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

Estados financieros correspondientes al ejercicio finalizado el 31 de diciembre de 2018 e informe de auditoría independiente

Contenido

Informe de auditoría independiente

Estado de situación financiera

Estado del resultado integral

Estado de flujos de efectivo

Estado de cambios en el patrimonio neto

Notas a los estados financieros

Deloitte S.C.
Juncal 1385, Piso 11
Montevideo, 11000
Uruguay

Tel: +598 2916 0756
Fax: +598 2916 3317
www.deloitte.com/uy

Informe de auditoría independiente

Señores
Directores de
EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.

Hemos auditado los estados financieros de EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A. que se adjuntan; dichos estados financieros comprenden el estado de situación financiera al 31 de diciembre de 2018, los correspondientes estados del resultado integral, de flujos de efectivo y cambios en el patrimonio neto por el ejercicio finalizado en esa fecha, y las notas de políticas contables significativas y otras notas explicativas a los estados financieros.

Responsabilidad de la Dirección por los estados financieros

La Dirección de EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A. es responsable por la preparación y la razonable presentación de estos estados financieros de acuerdo con Normas Internacionales de Información Financiera, y por el sistema de control interno que la Dirección determina que es necesario para permitir la preparación de los estados financieros libres de errores significativos, ya sea debido a fraude o error.

Responsabilidad del Auditor

Nuestra responsabilidad es expresar una opinión sobre dichos estados financieros basada en nuestra auditoría. Nuestra auditoría fue realizada de acuerdo con normas de auditoría adoptadas por el Banco Central del Uruguay. Estas normas requieren que cumplamos con requisitos éticos y planifiquemos y realicemos nuestra auditoría para obtener una seguridad razonable acerca de si los estados financieros están libres de errores significativos.

Una auditoría implica realizar procedimientos para obtener evidencia de auditoría acerca de los montos y revelaciones en los estados financieros. Los procedimientos seleccionados dependen del juicio profesional del auditor, incluyendo la evaluación de los riesgos de existencia de errores significativos en los estados financieros, ya sea debido a fraude o error. Al hacer la evaluación de riesgos, el auditor considera los aspectos de control interno de la entidad relevantes para la preparación y presentación razonable de los estados financieros con el fin de diseñar procedimientos de auditoría que sean apropiados en las circunstancias, pero no con el propósito de expresar una opinión acerca de la eficacia del control interno de la entidad. Una auditoría también incluye evaluar lo apropiado de las políticas contables utilizadas por la entidad y la razonabilidad de las estimaciones contables realizadas por la Dirección, así como evaluar la presentación general de los estados financieros.

Consideramos que la evidencia de auditoría que hemos obtenido brinda una base suficiente y apropiada para sustentar nuestra opinión.

Deloitte se refiere a una o más de las firmas miembros de Deloitte Touche Tohmatsu Limited, sociedad privada limitada por garantía en el Reino Unido y su red de firmas miembros, cada una como una entidad única e independiente y legalmente separada. DTTL (también conocida como "Deloitte Global") no provee servicios a clientes. Por favor ver Acerca de Deloitte por una descripción más detallada acerca de DTTL y sus firmas miembro.

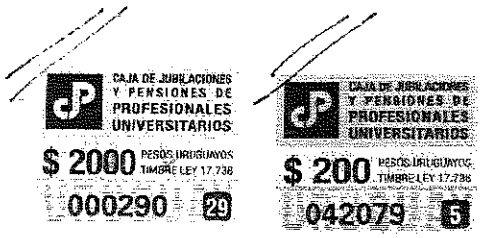
© 2019 Deloitte S.C. Todos los derechos reservados.

Opinión

En nuestra opinión, los estados financieros referidos precedentemente presentan razonablemente, en todos los aspectos importantes, la situación financiera de EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A. al 31 de diciembre de 2018, los resultados de sus operaciones y los flujos de efectivo correspondientes al ejercicio finalizado en esa fecha, de acuerdo con Normas Internacionales de Información Financiera.

29 de marzo de 2019

Héctor Cuello
Director, Deloitte S.C.



EF ASSET MANAGEMENT

ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A.

ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA
AL 31 DE DICIEMBRE DE 2018

(expresado en pesos uruguayos)

	Notas	31/12/2018	31/12/2017
Activo			
Activo corriente			
Disponible	4	2.232.099	1.484.809
Otros activos financieros			
Depósito en garantía en BCU	6.3	1.478.576	956.067
Intereses a cobrar		538.778	447.436
Créditos comerciales	7	3.843.421	5.441.480
Otras cuentas a cobrar			
Créditos fiscales		1.061.708	1.051.502
Pagos por cuenta de terceros		11.925	10.101
Otros créditos		16	12
Total del activo corriente		**9.166.523**	**9.391.407**
Activo no corriente			
Otros activos financieros			
Depósito en garantía en BCU	6.3	94.913.193	81.933.685
Activo por impuesto a la renta diferido	13	160.676	34.733
Total del activo no corriente		**95.073.869**	**81.968.418**
Total del activo		**104.240.392**	**91.359.825**
Pasivo			
Pasivo corriente			
Acreedores comerciales		3.730.470	3.532.103
Deudas financieras			
Préstamos	8	9.152.975	7.405.730
Intereses a pagar		808.402	559.599
Otras cuentas por pagar			
Acreedores fiscales		676.455	763.111
Otras deudas		-	807.823
Total del pasivo corriente		**14.368.302**	**13.068.366**
Pasivo no corriente			
Deudas financieras			
Préstamos	8	63.040.160	52.817.019
Total del pasivo no corriente		**63.040.160**	**52.817.019**
Total del pasivo		**77.408.462**	**65.885.385**
Patrimonio			
Capital integrado		7.893.301	7.893.301
Ajustes al patrimonio		2.343.263	2.343.263
Reservas		801.897	716.954
Resultados acumulados		15.793.469	14.520.922
Total del patrimonio	10	**26.831.930**	**25.474.440**
Total del pasivo y patrimonio		**104.240.392**	**91.359.825**

Las notas 1 a 14 que se adjuntan son parte integrante de los estados financieros.

El informe fechado el 29 de marzo de 2019
se extiende en documento adjunto
Deloitte S.C.

EF ASSET MANAGEMENT
ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A.

ESTADO DEL RESULTADO INTEGRAL
POR EL EJERCICIO FINALIZADO EL 31 DE DICIEMBRE DE 2018
(expresado en pesos uruguayos)

	Nota	31/12/2018	31/12/2017
Ingresos operativos			
Ingresos por servicios prestados		45.176.171	38.189.285
		45.176.171	**38.189.285**
Gastos de administración y ventas			
Honorarios profesionales		(40.181.248)	(32.600.353)
Impuestos		(972.762)	(811.050)
Pérdida por incobrables		(281.651)	-
Tasa de control regulatorio del sistema financiero		(91.272)	(75.762)
Otros gastos		(218.397)	(316.745)
		(41.745.330)	**(33.803.910)**
Resultado operativo		**3.430.841**	**4.385.375**
Resultados financieros			
Intereses ganados		1.286.101	1.078.991
Intereses perdidos		(3.278.134)	(2.870.183)
Resultado por tenencia		(1.308.134)	552.884
Gastos y comisiones bancarias		(22.338)	(10.527)
Diferencia de cambio		2.640.625	(398.170)
		(681.880)	**(1.647.005)**
Resultado antes de impuestos		**2.748.961**	**2.738.370**
Impuesto a la renta	13	(1.120.408)	(1.039.509)
Resultado del ejercicio		**1.628.553**	**1.698.861**
Otros resultados integrales		-	-
Resultado integral del ejercicio		**1.628.553**	**1.698.861**

Las notas 1 a 14 que se adjuntan son parte integrante de los estados financieros.

El informe fechado el 29 de marzo de 2019
se extiende en documento adjunto
Deloitte S.C.

EF ASSET MANAGEMENT
ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A.

ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO
POR EL EJERCICIO FINALIZADO EL 31 DE DICIEMBRE DE 2018
(expresado en pesos uruguayos)

	31/12/2018	31/12/2017
Flujo de efectivo relacionado con actividades operativas		
Resultado del ejercicio antes de impuesto a la renta	**2.748.961**	**2.738.370**
Ajustes:		
Resultados financieros asociados a inversión	(8.580.291)	(3.270.029)
Resultados financieros asociados a financiamiento	9.787.910	5.245.925
Pérdida por incobrables	281.651	-
Resultado de operaciones antes de cambios en rubros operativos	**4.238.231**	**4.714.266**
Cambios en rubros operativos		
Créditos comerciales	1.316.408	(1.820.757)
Otras cuentas a cobrar	(23.551)	2.543.899
Acreedores comerciales	198.367	145.565
Otras cuentas por pagar	(1.165.542)	(659.693)
Efectivo proveniente de actividades operativas antes del pago de IRAE	**4.563.913**	**4.923.280**
Pago de impuesto a la renta (IRAE)	(1.234.834)	(1.583.343)
Efectivo proveniente de actividades operativas	**3.329.079**	**3.339.937**
Flujo de efectivo relacionado con actividades de inversión		
Constitución de depósito en garantía en BCU	(7.937.071)	(1.562.110)
Desafectación de depósito en garantía en BCU	1.689.996	1.976.224
Cobro de Letras de regulación monetaria	-	1.248.341
Cobro de intereses Bonos del tesoro y globales	1.743.879	1.650.807
Cobro de intereses Notas del tesoro	143.224	-
Efectivo (aplicado a)/proveniente de actividades de inversión	**(4.359.972)**	**3.313.262**
Flujo de efectivo relacionado con actividades de financiamiento		
Préstamos obtenidos	7.452.000	1.556.280
Cancelación de préstamos	(1.398.659)	(6.189.439)
Pago de intereses	(4.275.158)	(3.896.649)
Efectivo proveniente de/(aplicado a) actividades de financiamiento	**1.778.183**	**(8.529.808)**
Aumento / (disminución) del flujo neto de efectivo	**747.290**	**(1.876.609)**
Saldo inicial de efectivo y equivalentes al efectivo (Nota 3.4)	**1.484.809**	**3.361.418**
Saldo final de efectivo y equivalentes al efectivo (Nota 3.4)	**2.232.099**	**1.484.809**

Las notas 1 a 14 que se adjuntan son parte integrante de los estados financieros.

El informe fechado el 29 de marzo de 2019
se extiende en documento adjunto
Deloitte S.C.

EF ASSET MANAGEMENT
ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A.

ESTADO DE CAMBIOS EN EL PATRIMONIO NETO
POR EL EJERCICIO FINALIZADO EL 31 DE DICIEMBRE DE 2018
(expresado en pesos uruguayos)

		31/12/2018						31/12/2017
					Resultados acumulados			
	Nota	Capital integrado	Ajustes al patrimonio	Reservas	Impuesto dividendos fictos (Ley 19.438)	Otros resultados acumulados	Total patrimonio neto	Total patrimonio neto
Saldos al inicio del ejercicio		7.893.301	2.343.263	716.954	(800.036)	15.320.958	25.474.440	24.056.393
Movimientos del ejercicio								
Reserva legal	10	-	-	84.943	-	(84.943)	-	-
Impuesto dividendos fictos (Ley 19.438)	10	-	-	-	(271.063)	-	(271.063)	(280.814)
Resultado integral del ejercicio		-	-	-	-	1.628.553	1.628.553	1.698.861
Saldos al final del ejercicio	10	**7.893.301**	**2.343.263**	**801.897**	**(1.071.099)**	**16.864.568**	**26.831.930**	**25.474.440**

Las notas 1 a 14 que se adjuntan son parte integrante de los estados financieros.

El informe fechado el 29 de marzo de 2019
se extiende en documento adjunto
Deloitte S.C.

EF ASSET MANAGEMENT
ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A.

NOTAS A LOS ESTADOS FINANCIEROS
AL 31 DE DICIEMBRE DE 2018
(Cifras expresadas en pesos uruguayos)

NOTA 1 – INFORMACIÓN BÁSICA SOBRE LA EMPRESA

EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A. es una sociedad anónima cerrada, que tiene por objeto la administración de fondos de inversión y fideicomisos de cualquier naturaleza.

El 20 de agosto de 2003, el Banco Central del Uruguay (BCU) autorizó a la Sociedad a funcionar en el marco de la Ley de Fondos de Inversión N° 16.774 del 27 de setiembre de 1996 y su modificación posterior según Ley 17.202 de fecha 24 de setiembre de 1999.

El 9 de julio de 2004, el BCU autorizó a la Sociedad a actuar como Fiduciario Financiero en el marco de la Ley 17.703 de fecha 27 de octubre de 2003. Asimismo, en dicha fecha, la Sociedad fue inscripta en el Registro del Mercado de Valores del BCU como Fiduciario Financiero.

El 23 de mayo de 2005, el BCU autorizó a la Sociedad a actuar como Fiduciario Profesional en el marco de la Ley 17.703. Asimismo, en la mencionada fecha, la Sociedad fue inscripta en el Registro de Fiduciarios Profesionales, Sección Fiduciarios Generales.

NOTA 2 – ESTADOS FINANCIEROS

Los presentes estados financieros han sido autorizados para su emisión por parte de la Dirección con fecha 28 de marzo de 2019 y serán presentados para su aprobación a la asamblea de accionistas dentro de los plazos previstos en la Ley 16.060.

NOTA 3 – BASES DE PREPARACIÓN DE LOS ESTADOS FINANCIEROS

3.1 Normas contables aplicadas

Los estados financieros se han preparado de acuerdo con las Normas Contables Adecuadas en el Uruguay, establecidas por los Decretos N° 291/14 y su modificativo 372/15, 408/16 y 124/11.

El Decreto 291/14 de fecha 14 de octubre de 2014, que rige para los ejercicios iniciados a partir del 1° de enero de 2015, establece como Norma Contable Adecuada de aplicación obligatoria, la Norma Internacional de Información Financiera para Pequeñas y Medianas Entidades (NIIF para PYMES) emitida por el Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad (IASB) a la fecha de publicación del presente decreto, traducidas al idioma español y publicadas en la página web de la Auditoria Interna de la Nación.

Los emisores de estados financieros que de acuerdo al Decreto 291/14 y su modificativo 372/15 queden excluidos de la Sección 1 – Pequeñas y Medianas Entidades de la NIIF para PYMES deberán aplicar las normas previstas en el Decreto 124/11, siendo las mismas las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) adoptadas por el Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad (IASB) traducidas al español.

El informe fechado el 29 de marzo de 2019
se extiende en documento adjunto
Deloitte S.C.

En cumplimiento de lo anterior, la Sociedad se encuentra aplicando para la elaboración de sus estados financieros las NIIF adoptadas por el IASB, traducidas al idioma español, siendo el ejercicio económico finalizado el 31 de diciembre de 2015 el de adopción inicial de las mencionadas normas.

Nuevas normas cuya aplicación obligatoria comenzó en el presente ejercicio

Las siguientes nuevas normas y/o normas revisadas emitidas por el IASB han entrado en vigencia en el presente ejercicio:

- NIIF 9 - Instrumentos financieros. (1)
- NIIF 15 - Ingresos provenientes de contratos con clientes. (2)
- Modificaciones a NIIF 2 - Clasificación y medición de transacciones de pagos basados en acciones.
- NIC 40 – Transferencia de propiedades de inversión.
- Modificaciones a las NIIFs – Mejoras anuales a las NIIFs Ciclo 2014 – 2016.
- CINIIF 22 – Transacciones en moneda extranjera y contraprestaciones pagadas por anticipado.

Las modificaciones no tuvieron impacto significativo en los estados financieros de la Sociedad considerando la operativa de la misma.

(1) NIIF 9 - Instrumentos financieros

Impacto en la aplicación

Durante el presente ejercicio, la Sociedad ha comenzado la aplicación de la NIIF 9 Instrumentos financieros (revisada en julio de 2014). Dicha norma introduce nuevos requisitos para la clasificación y medición de activos y pasivos financieros, para el cálculo del deterioro de activos y en la contabilidad de coberturas en general. Los detalles de estos nuevos requisitos, así como su impacto en la Sociedad se describen a continuación.

Clasificación y medición de los activos financieros

Todos los activos financieros reconocidos que están dentro del alcance de la NIIF 9 deben medirse posteriormente al costo amortizado o valor razonable sobre la base del modelo de negocio de la entidad para administrar los activos financieros y las características de los flujos de efectivo contractuales de los activos financieros.

Los activos financieros que cumplen con las siguientes condiciones se miden posteriormente al costo amortizado:

- el activo financiero se mantiene dentro de un modelo de negocio cuyo objetivo es mantener los activos financieros para cobrar los flujos de efectivo contractuales; y

- los términos contractuales del activo financiero dan lugar en fechas específicas a flujos de efectivo que son únicamente pagos del capital e intereses sobre el capital principal pendiente.

El informe fechado el 29 de marzo de 2019
se extiende en documento adjunto
Deloitte S.C.

Los activos financieros que cumplen con las siguientes condiciones se miden posteriormente al valor razonable con cambios en otros resultados integrales:

- el activo financiero se mantiene dentro de un modelo de negocio cuyo objetivo se logra tanto al cobrar los flujos contractuales como al vender los activos financieros; y

- los términos contractuales del activo financiero dan lugar en fechas específicas a los flujos de efectivo que son únicamente pagos de capital e intereses sobre el monto del principal pendiente.

Cuando un activo financiero que se mide a valor razonable con cambios en otros resultados integrales es dado de baja, el efecto acumulado de los resultados contabilizados dentro de otros resultados integrales se reclasifica de patrimonio al resultado del ejercicio/período.

Los activos financieros que estaban clasificados hasta el 31 de diciembre de 2017 como activos financieros disponibles para la venta, a partir del 1 de enero de 2018 se clasifican como activos financieros medidos al valor razonable con cambios en otros resultados integrales.

Cualquier activo financiero diferente a los anteriores se mide al valor razonable con cambios en resultados.

Deterioro de activos financieros

La Sociedad reconoce una previsión asociada a las pérdidas de crédito esperadas en activos financieros que son medidos al costo amortizado. El deterioro se reconoce en tres etapas que reflejan la potencial variación en la calidad crediticia del activo de la siguiente forma y según se describe después:

Fase 1 – Activos financieros con bajo nivel de riesgo crediticio

Dentro de esta fase se incluyen activos cuya calidad crediticia no se ha deteriorado significativamente desde el reconocimiento inicial. Las pérdidas de esta Fase 1 son la porción de la pérdida esperada a lo largo de toda la vida del crédito que se derive de aquellos supuestos de "default" que sea posible que ocurran dentro de los 12 meses siguientes a la fecha de reporte. Los ingresos por intereses generados por dicho activo se calculan sobre el valor bruto del mismo.

Fase 2 – Activos financieros con incremento significativo de riesgo crediticio

Dentro de esta fase se incluyen activos con empeoramiento significativo de su calidad crediticia pero todavía sin evidencia objetiva de evento de deterioro. La Sociedad monitorea la evolución del riesgo de "default" desde el inicio hasta la fecha de reporte basado en las calificaciones otorgadas por calificadoras de riesgo reconocidas en plaza o a nivel internacional.

Las pérdidas de esta Fase 2 corresponden al valor actual de las pérdidas de crédito que surjan de todos los eventos de "default" posibles en cualquier momento durante toda la vida de la operación (la media ponderada de la pérdida esperada en relación con las probabilidades de "default"). En la medida que se trata de un valor actual, una pérdida esperada puede ser asimismo consecuencia de un retraso en el pago de importes contractuales, incluso aunque se estime que el deudor los pague en su totalidad. Al igual que en la Fase 1, los ingresos por intereses generados por dicho activo se calculan sobre el valor bruto del mismo.

El informe fechado el 29 de marzo de 2019
se extiende en documento adjunto
Deloitte S.C.

Fase 3 - Activos financieros deteriorados

Dentro de esta fase se incluyen activos con evidencia de deterioro a la fecha de reporte. Al igual que en la Fase 2, las pérdidas de esta Fase 3 corresponden al valor actual de las pérdidas de crédito que surjan de todos los eventos de "default" posibles en cualquier momento durante toda la vida de la operación (la media ponderada de la pérdida esperada en relación con las probabilidades de "default"). En la medida que se trata de un valor actual, una pérdida esperada puede ser asimismo consecuencia de un retraso en el pago de importes contractuales, incluso aunque se estime que el deudor los pague en su totalidad. A diferencia que en la Fase 2, los ingresos por intereses generados por dicho activo se calculan sobre el valor neto de previsión.

Medición de las pérdidas de crédito esperadas

En cuanto a los otros activos financieros, la Gerencia ha realizado su estimación de las pérdidas de crédito esperadas en base a la probabilidad de default y al monto que espera recuperarse en dicho escenario. Para ello los cálculos se basaron en las tablas estándar de probabilidad de default y recuperación en caso de incumplimiento que publican periódicamente las principales agencias calificadoras de crédito para cada una de sus categorías de riesgo crediticio.

La Gerencia de la Sociedad ha concluido que el efecto de la aplicación de la presente política asciende a $ 256.195 en los estados financieros de la Sociedad al 31 de diciembre de 2018.

(2) NIIF 15 - Ingresos provenientes de contratos con clientes

Impacto en la aplicación

Durante el presente ejercicio, la Sociedad ha comenzado la aplicación de la NIIF 15 Ingresos provenientes de contratos con clientes. Los requerimientos clave de la norma establecen un enfoque de cinco pasos a efectos del reconocimiento del ingreso según el siguiente detalle:

1) Identificar el contrato con el cliente;
2) Identificar las obligaciones de performance establecidas en el contrato;
3) Determinar el precio de la transacción;
4) Alocar el precio de la transacción en base a las obligaciones de performance establecidas en el contrato;
5) Reconocer el ingreso cuando la entidad ha satisfecho la obligación de performance.

Asimismo para cada paso, la norma provee una orientación mucho más detallada con respecto a:

- Si un contrato (o una combinación de contratos) contiene o no más de un bien o servicio prometido y, de ser así, cuándo y cómo los bienes o servicios prometidos deberían desglosarse.

- Si el precio de la transacción asignado a cada obligación de desempeño debe reconocerse como ingresos a lo largo del tiempo o en un momento dado. Según la NIIF 15, una entidad reconoce los ingresos cuando se cumple una obligación de desempeño.

- Cuando el precio de la transacción incluye un elemento de consideración variable, cómo afectará la cantidad y el momento de los ingresos a ser reconocidos. El concepto de consideración variable es amplio; un precio de transacción se considera variable debido a descuentos, reembolsos, créditos, concesiones de precios, incentivos, bonificaciones de rendimiento, sanciones y arreglos de contingencia.

El informe fechado el 29 de marzo de 2019
se extiende en documento adjunto
Deloitte S.C.

- La nueva norma introduce una pauta para que la consideración variable sea reconocida como ingreso, es decir, solo en la medida en que sea altamente probable.

- La reversión en la cantidad de ingresos acumulados reconocidos no ocurrirá cuando la incertidumbre asociada con la consideración variable se resuelve posteriormente.

- Cuando los costos incurridos para obtener un contrato y los costos para cumplir un contrato pueden ser reconocidos como un activo.

La Gerencia de la Sociedad ha evaluado el impacto de los cambios introducidos por la NIIF 15 concluyendo que no tienen un impacto significativo respecto a las políticas contables aplicadas en el ejercicio anterior.

A continuación se presentan las políticas contables significativas que han sido adoptadas para la elaboración de los presentes estados financieros.

3.2 Moneda funcional y moneda de presentación de los estados financieros

Los estados financieros de la Sociedad se preparan y presentan en pesos uruguayos, siendo esta a su vez la moneda funcional, en la medida que es la que mejor refleja la sustancia económica de los hechos y circunstancias relevantes para la misma.

Los estados financieros que surgen de los libros de la Sociedad han sido preparados sobre la base de costos históricos.

El Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad (IASB) establece en la NIC 21 que la moneda funcional debe proporcionar información sobre la Sociedad que sea útil y refleje la sustancia económica de los eventos y circunstancias relevantes para la misma. Si una determinada moneda es utilizada en forma extendida por la Sociedad o tiene un impacto importante sobre ésta, puede ser la apropiada como moneda funcional. Una determinada moneda puede ser considerada como la moneda funcional según la norma cuando:

- Los gastos son financiados en esa moneda,
- Las cobranzas de los créditos comerciales son realizadas en una significativa proporción en esa moneda,
- Los precios por los servicios prestados están definidos en base a esa moneda.

Es en este sentido que la Dirección de la Sociedad ha adoptado como moneda funcional el peso uruguayo, en la medida que esta moneda cumple con los parámetros referidos, siendo además la moneda en la que son escriturados sus registros contables conforme lo establecen las normas legales vigentes.

3.3 Concepto de capital utilizado

El concepto de capital utilizado por la empresa para la determinación de los resultados es el de capital financiero.

El resultado se ha determinado sobre la variación que ha tenido durante el ejercicio, el capital considerado exclusivamente como inversión en dinero.

El informe fechado el 29 de marzo de 2019
se extiende en documento adjunto
Deloitte S.C.

3.4 Estado de flujos de efectivo

Para la preparación del estado de flujos de efectivo de los ejercicios finalizados el 31 de diciembre de 2018 y el 31 de diciembre de 2017 se utilizó el concepto de fondos igual a efectivo y equivalentes al efectivo (inversiones con vencimiento menor a tres meses desde la fecha de adquisición).

A continuación se detallan los saldos de efectivo y equivalentes al efectivo en los mencionados ejercicios comparativos:

	31/12/2018	31/12/2017
Banco $	731.621	626.055
Banco US$	1.500.478	858.754
Total	**2.232.099**	**1.484.809**

3.5 Criterios de valuación y exposición

Los principales criterios de valuación y exposición utilizados para la preparación de los estados financieros fueron los siguientes:

a) Activos y pasivos en moneda diferente a la funcional

Los activos y pasivos en dólares estadounidenses se han convertido a pesos uruguayos utilizando el tipo de cambio interbancario comprador vigente al 31 de diciembre de 2018 (1 US$ = $ 32,406) y al 31 de diciembre de 2017 (1 US$ = $ 28,807).

Los activos y pasivos en unidades indexadas (UI) se han convertido a pesos uruguayos utilizando el valor de la unidad indexada al 31 de diciembre de 2018 (1 UI = $ 4,0270) y al 31 de diciembre de 2017 (1 UI = $ 3,7275).

Las diferencias de cambio generadas en el ejercicio se exponen dentro del capítulo resultados financieros en el rubro diferencia de cambio.

b) Disponible

El efectivo y equivalentes al efectivo incluye los saldos de bancos. Asimismo, el disponible se presenta a su valor nominal el cual no difiere de su valor razonable.

c) Otros activos financieros

Los depósitos afectados en garantía se presentan al importe efectivamente depositado, netos de rescates, valuados a costo amortizado.

Los Bonos del tesoro y globales se presentan como parte de la garantía en el BCU. Los mismos son valuados a su cotización sin cupón al cierre del ejercicio, para lo cual se considera el vector de precios emitido por el BCU (Nivel 2). Asimismo, se exponen como activos financieros los intereses devengados a cobrar asociados a los Bonos del tesoro y globales.

Las Notas del tesoro se presentan como parte de la garantía en el BCU. Los mismos son valuados a su cotización sin cupón al cierre del ejercicio, para lo cual se considera el vector de precios emitido por el BCU (Nivel 2). Asimismo, se exponen como activos financieros los intereses devengados a cobrar asociados a las Notas del tesoro.

El informe fechado el 29 de marzo de 2019
se extiende en documento adjunto
Deloitte S.C.

d) Créditos comerciales

Estos activos financieros son reconocidos inicialmente al precio de la transacción más, los costos directamente atribuibles a la transacción. Posteriormente al reconocimiento inicial, estos instrumentos financieros son valuados al costo amortizado utilizando el método del interés efectivo. Las ventas se realizan en condiciones de crédito normales, y los importes de las cuentas a cobrar no generan intereses.

La Gerencia ha realizado su estimación de las pérdidas de crédito esperadas en base a la probabilidad de default y al monto que espera recuperarse en dicho escenario, reconociendo una previsión por incobrable.

e) Otras cuentas a cobrar

Estos activos son reconocidos inicialmente al precio de la transacción más, los costos directamente atribuibles a la transacción. Posteriormente al reconocimiento inicial, son valuados al costo amortizado utilizando el método del interés efectivo.

La Gerencia ha realizado su estimación de las pérdidas de crédito esperadas en base a la probabilidad de default y al monto que espera recuperarse en dicho escenario, reconociendo una previsión por incobrable.

f) Impuesto a la renta

El impuesto a la renta comprende el impuesto corriente y el impuesto diferido. Dicho impuesto se reconoce en resultados, en otro resultado integral o en patrimonio, según la transacción u otro suceso que haya dado lugar al gasto por el impuesto.

El cargo por impuesto a la renta corriente se determina aplicando la tasa de impuesto vigente (25%) a la fecha de cierre de ejercicio sobre la utilidad impositiva del ejercicio y considerando, si corresponde, los ajustes por pérdidas fiscales de ejercicios anteriores.

El impuesto a la renta diferido se determina aplicando el método del pasivo basado en el Estado de Situación Financiera. Ello implica determinar las diferencias temporarias entre los activos y pasivos valuados de acuerdo a criterios contables y la base fiscal de dichos activos y pasivos.

La empresa reconoce un activo por impuesto a la renta diferido si se esperan obtener diferencias temporarias imponibles o ganancia fiscal en el futuro suficiente para computar las deducciones correspondientes a las diferencias temporales deducibles.

g) Acreedores comerciales y otras cuentas por pagar

Los acreedores comerciales y otras cuentas por pagar son reconocidos cuando la Sociedad tiene una obligación presente como resultado de un evento pasado y es probable que se requiera a la Sociedad que cancele dicha obligación. Las provisiones son expresadas a la mejor estimación realizada por la gerencia sobre el desembolso en el que incurrirá para cancelar dicha obligación a la fecha de balance, descontado el valor presente cuando el efecto es significativo.

El informe fechado el 29 de marzo de 2019
se extiende en documento adjunto
Deloitte S.C.

h) Deudas financieras

La deuda asociada a la constitución de los Bonos que se exponen como parte de la garantía en el BCU se presenta al valor razonable (cotización sin cupón al cierre del ejercicio según vector de precios emitido por el BCU - Nivel 2).

Excepto por lo expresado en el párrafo anterior, las demás deudas financieras se presentan a costo amortizado.

i) Presentación de cuentas del patrimonio y resultados

Las cuentas de patrimonio se presentan sobre las siguientes bases:

- El capital integrado se presenta a su valor nominal.
- La reserva legal se presenta a su valor nominal.
- Los resultados acumulados incluyen los resultados no distribuidos al cierre de cada ejercicio.

Se aplicó el principio de lo devengado para el reconocimiento de ingresos e imputación de los egresos o costos incurridos.

j) Impuesto dividendos fictos (Ley 19.438)

Corresponde al importe estimado en relación con el impuesto a la renta que grava los resultados acumulados fiscales (con una antigüedad superior a cuatro ejercicios económicos) no distribuidos al cierre del ejercicio que se encuentran alcanzados por las disposiciones previstas en el Ley 19.438. En tal sentido, se considera que dicho impuesto no constituye un costo para la sociedad. La contrapartida contable se incluye dentro del pasivo corriente en otras cuentas por pagar.

3.6 Uso de estimaciones

La preparación de los estados financieros a una fecha determinada requiere que la Dirección de la Sociedad realice estimaciones, evaluaciones y supuestos en el proceso de aplicación de las políticas y normas contables que afectan el monto de los importes reportados de activos y pasivos, la revelación de activos y pasivos contingentes, así como las ganancias y pérdidas del período o ejercicio.

Si bien las estimaciones realizadas por la Dirección de la Sociedad se han determinado a partir de la mejor información disponible a la fecha de emisión de los presentes estados financieros, es posible que hechos que puedan tener lugar en el futuro obliguen a su modificación en los próximos ejercicios. El efecto en los estados financieros que, eventualmente, se derivasen de los ajustes a efectuar en próximos ejercicios es reconocido en el ejercicio en que la estimación es modificada y en los ejercicios futuros afectados, es decir en forma prospectiva.

3.7 Efecto de los cambios en los criterios contables

Salvo por lo expresado en la Nota 3.1, los criterios aplicados en la valuación de activos y pasivos, así como también en la determinación del resultado del ejercicio finalizado el 31 de diciembre de 2018, son similares con los criterios aplicados en el ejercicio finalizado el 31 de diciembre de 2017.

El informe fechado el 29 de marzo de 2019
se extiende en documento adjunto
Deloitte S.C.

NOTA 4 – DISPONIBLE

Se incluye en este rubro el saldo bancario de las cuentas corrientes en dólares estadounidenses y pesos uruguayos en el Scotiabank Uruguay S.A. y BCU, conforme al siguiente detalle:

	31/12/2018	31/12/2017
Banco $	564.105	796.261
Fondos de terceros $ (*)	-	(201.620)
Banco US$	927.783	432.266
BCU $	167.516	31.414
BCU US$	572.695	426.488
Total	**2.232.099**	**1.484.809**

(*) Corresponde al importe en efectivo en las cuentas bancarias de EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A. que es propiedad de determinados fideicomisos administrados por la Sociedad.

NOTA 5 – ACTIVOS Y PASIVOS EN MONEDA DISTINTA AL PESO URUGUAYO

Al 31 de diciembre de 2018 y al 31 de diciembre de 2017 se incluyen los siguientes saldos en moneda distinta al peso uruguayo:

	31/12/2018		31/12/2017	
	UI	Equivalente en $	UI	Equivalente en $
ACTIVO				
Corriente				
Depósito en garantía en BCU	141.386	569.361	97.683	364.115
Intereses a cobrar	8.801	35.443	-	-
No corriente				
Depósito en garantía en BCU	7.574.421	30.502.192	6.008.652	22.397.247
Total	**7.724.608**	**31.106.996**	**6.106.335**	**22.761.362**
PASIVO				
Corriente				
Préstamos	2.272.902	9.152.975	1.986.782	7.405.730
Intereses a pagar	47.774	192.384	3.212	11.971
No corriente				
Préstamos	5.110.799	20.581.187	3.820.148	14.239.600
Total	**7.431.475**	**29.926.546**	**5.810.142**	**21.657.301**
Posición neta	**293.133**	**1.180.450**	**296.193**	**1.104.061**

El informe fechado el 29 de marzo de 2019
se extiende en documento adjunto
Deloitte S.C.

	31/12/2018		31/12/2017	
	US$	Equivalente en $	US$	Equivalente en $
ACTIVO				
Corriente				
Disponible	46.302	1.500.478	29.811	858.754
Intereses a cobrar	15.532	503.335	15.532	447.436
Créditos comerciales	40.039	1.297.495	50.343	1.450.218
Pagos por cuenta de terceros	-	-	11	318
Depósito en garantía en BCU	28.057	909.214	20.549	591.955
No corriente				
Depósito en garantía en BCU	1.987.626	64.411.002	2.066.735	59.536.435
Total	**2.117.556**	**68.621.524**	**2.182.981**	**62.885.116**
PASIVO				
Corriente				
Acreedores comerciales	68.505	2.219.988	74.898	2.157.587
Intereses a pagar	19.009	616.018	19.010	547.628
Otras deudas	-	-	28.043	807.823
No corriente				
Préstamos	1.310.220	42.458.973	1.339.168	38.577.419
Total	**1.397.734**	**45.294.979**	**1.461.119**	**42.090.457**
Posición neta	**719.822**	**23.326.545**	**721.862**	**20.794.659**

NOTA 6 – ACTIVOS DE DISPONIBILIDAD RESTRINGIDA

6.1 Depósitos en garantía en BCU

Los depósitos en garantía corresponden a la prenda constituida a favor del BCU en cumplimiento de la normativa vigente (Artículo 104 de la Recopilación de Normas del Mercado de Valores, RNMV). La garantía deberá mantenerse en todo momento y estará integrada por una garantía inicial de UI 2.500.000 (unidades indexadas dos millones quinientos mil) la que podrá constituirse en efectivo o en valores públicos nacionales, depositados en el Banco Central del Uruguay y por una garantía adicional a constituirse en forma previa a cada emisión del 0,5% del valor nominal de los valores emitidos.

El informe fechado el 29 de marzo de 2019
se extiende en documento adjunto
Deloitte S.C.

El saldo al 31 de diciembre de 2018 se compone por:

- Depósito en efectivo por UI 5.686.335 equivalentes a $ 22.898.869.
- Depósito en efectivo por US$ 820.581 equivalentes a $ 26.591.738.
- Bono del tesoro uruguayo valor razonable US$ 214.400 equivalentes a $ 6.947.830.
- Bonos globales Uruguay valor razonable US$ 980.702 equivalentes a $ 31.780.648.
- Notas del tesoro valor razonable UI 2.029.472 equivalentes a $ 8.172.684.

El saldo al 31 de diciembre de 2017 se compone por:

- Depósito en efectivo por UI 6.106.335 equivalentes a $ 22.761.362.
- Depósito en efectivo por US$ 820.581 equivalentes a $ 23.638.468.
- Bono del tesoro uruguayo valor razonable US$ 225.063 equivalentes a $ 6.483.398.
- Bonos globales Uruguay valor razonable US$ 1.041.640 equivalentes a $ 30.006.524.

El monto en garantía en el BCU puede ser liberado en función de las cancelaciones parciales futuras de los fideicomisos financieros administrados.

La valuación de los valores afectados en garantía se expone en la Nota 6.3.

6.2 Movimientos

El 7 de febrero de 2017 se realizó el depósito correspondiente a la garantía del Fideicomiso Financiero de Oferta Privada CC1A por un monto total de US$ 55.000.

El 13 de diciembre de 2017 se solicitó al BCU la desafectación de UI 420.000 y $ 411.178 correspondientes a liberaciones parciales de garantías asociadas a la amortización de los títulos de determinados fideicomisos administrados. Las mismas fueron liberadas el 28 de diciembre de 2017.

El 4 de junio de 2018 se solicitó al BCU la afectación en garantía de Notas del tesoro correspondiente al Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Suburbano de Pasajeros Fideicomiso Financiero II, por un monto de UI 800.000 (valor nominal) en cumplimiento del Artículo 104 de la RNMV.

Con fecha 10 de agosto de 2018 se solicitó al BCU la afectación en garantía de Notas del tesoro correspondiente al Fideicomiso Financiero Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo III, por un monto de UI 1.175.000 (valor nominal) en cumplimiento del Artículo 104 de la RNMV.

Finalmente, el 14 de diciembre de 2018 se solicitó al BCU la desafectación de UI 420.000 correspondientes a liberaciones parciales de garantías asociadas a la amortización de los títulos de determinados fideicomisos administrados. Las mismas fueron liberadas el 24 de diciembre de 2018.

El informe fechado el 29 de marzo de 2019
se extiende en documento adjunto
Deloitte S.C.

6.3 Valuación de valores afectados en garantía

La valuación al 31 de diciembre de 2018 es la siguiente:

	Valor nominal	Precio	Tasa anual	Vencimiento	Valor en US$	Valor en UI	Valor razonable equivalente en $
Depósito en efectivo					820.581	5.686.335	49.490.607
Bonos del tesoro	210.000	102,0950	7,05%	21/7/2019	214.400	-	6.947.830
Bonos global Uruguay	490.000	101,1190	4,375%	27/10/2027	495.483	-	16.056.625
Bonos global Uruguay	162.500	103,0335	4,50%	14/8/2024	167.429	-	5.425.718
Bonos global Uruguay	305.000	101,1190	4,375%	27/10/2027	308.413	-	9.994.430
Bonos global Uruguay	8.200	114,3550	6,875%	28/9/2025	9.377	-	303.875
Notas del tesoro	800.000	104,0720	4,000%	26/11/2025	-	832.576	3.352.784
Notas del tesoro	675.000	104,0720	4,000%	26/11/2025	-	702.486	2.828.911
Notas del tesoro	500.000	98,8820	2,500%	27/9/2022	-	494.410	1.990.989
Total					**2.015.683**	**7.715.807**	**96.391.769**

La valuación al 31 de diciembre de 2017 es la siguiente:

	Valor nominal	Precio	Tasa anual	Vencimiento	Valor en US$	Valor en UI	Valor razonable equivalente en $
Depósito en efectivo					820.581	6.106.335	46.399.830
Bonos del tesoro	210.000	107,1730	7,05%	21/7/2019	225.063	-	6.483.398
Bonos global Uruguay	490.000	107,6473	4,375%	27/10/2027	527.472	-	15.194.879
Bonos global Uruguay	162.500	108,1695	4,50%	14/8/2024	175.775	-	5.063.563
Bonos global Uruguay	305.000	107,6473	4,375%	27/10/2027	328.324	-	9.458.037
Bonos global Uruguay	8.200	122,7870	6,875%	28/9/2025	10.069	-	290.045
Total	**1.175.700**				**2.087.284**	**6.106.335**	**82.889.752**

Los Bonos han sido valuados de acuerdo al criterio indicado en la Nota 3.5.c.

	31/12/2018	31/12/2017
Corriente		
Depósito en garantía en BCU	1.478.576	956.067
No corriente		
Depósito en garantía en BCU	94.913.193	81.933.685
Total	**96.391.769**	**82.889.752**

El informe fechado el 29 de marzo de 2019
se extiende en documento adjunto
Deloitte S.C.

316

NOTA 7 – CRÉDITOS COMERCIALES

	31/12/2018	31/12/2017
Créditos comerciales	4.099.616	5.441.480
Previsión por incobrables (*)	(256.195)	-
Total	**3.843.421**	**5.441.480**

(*) La Gerencia ha realizado su estimación de las pérdidas de crédito esperadas en base a la probabilidad de default y al monto que espera recuperarse en dicho escenario, reconociendo una previsión por incobrable.

NOTA 8 – PRÉSTAMOS

El detalle de préstamos al 31 de diciembre de 2018 y al 31 de diciembre de 2017 es el siguiente:

	31/12/2018			31/12/2017		
	UI	US$	Equivalente en $	UI	US$	Equivalente en $
Corriente						
Scotiabank Uruguay SA (2)	2.272.902	-	9.152.975	1.986.782	-	7.405.730
	2.272.902	-	9.152.975	1.986.782	-	7.405.730
No corriente						
Préstamos de otras instituciones (1)	2.781.744	835.220	38.268.205	2.818.427	864.168	35.399.779
Préstamos con partes relacionadas (Nota 9) (1)	1.925.000	475.000	23.144.825	311.546	475.000	14.844.614
Scotiabank Uruguay SA (2)	404.055	-	1.627.130	690.175	-	2.572.626
	5.110.799	1.310.220	63.040.160	3.820.148	1.339.168	52.817.019
Total	**7.383.701**	**1.310.220**	**72.193.135**	**5.806.930**	**1.339.168**	**60.222.749**

(1) Están relacionados al financiamiento recibido a efectos de constituir los depósitos en garantía requeridos por la normativa vigente. Corresponden a préstamos con y sin intereses, y los mismos serán cancelados a medida que los depósitos afectados en garantía sean liberados por el BCU.

(2) Corresponde a dos préstamos por UI 2.000.000 y UI 1.050.000 pactados con intereses a una tasa efectiva anual del 2% pagaderos en forma semestral, determinados sobre el monto del capital pendiente de pago a la fecha (UI 2.676.957). Los mismos serán exigibles parcialmente a medida que los depósitos afectados en garantía (Nota 6) sean liberados por el BCU.

El manejo de la liquidez se realiza a partir de la correlación entre los depósitos afectados en garantía (Nota 6) y los pasivos financieros correspondientes.

El informe fechado el 29 de marzo de 2019
se extiende en documento adjunto
Deloitte S.C.

La evolución del pasivo financiero considerado en el estado de flujos de efectivo es la siguiente:

Detalle	Capital	Intereses a pagar	Pasivo financiero
Saldo al 31 de diciembre de 2016	**63.443.931**	**622.300**	**64.066.231**
Préstamos obtenidos	1.556.280	-	1.556.280
Cancelación de préstamos	(6.189.439)	-	(6.189.439)
Pago de intereses	-	(3.896.649)	(3.896.649)
Resultados financieros asociados a financiamiento	1.411.977	3.833.948	5.245.925
Saldo al 31 de diciembre de 2017	**60.222.749**	**559.599**	**60.782.348**
Préstamos obtenidos	7.452.000	-	7.452.000
Cancelación de préstamos	(1.398.659)	-	(1.398.659)
Pago de intereses	-	(4.275.158)	(4.275.158)
Resultados financieros asociados a financiamiento	5.917.045	3.475.124	9.392.169
Otros movimientos de no fondos	-	1.048.837	1.048.837
Saldo al 31 de diciembre de 2018	**72.193.135**	**808.402**	**73.001.537**

NOTA 9 – SALDOS Y TRANSACCIONES CON PARTES RELACIONADAS

9.1 Saldos y transacciones con personal clave

El personal clave de la dirección y personal superior de la Sociedad no percibió remuneraciones durante los ejercicios finalizados el 31 de diciembre de 2018 y el 31 de diciembre de 2017.

Asimismo, no existen saldos con directores y personal superior al 31 de diciembre de 2018 ni al 31 de diciembre de 2017.

9.2 Saldos con otras partes relacionadas

Los saldos con las partes vinculadas al 31 de diciembre de 2018 y al 31 de diciembre de 2017 son los siguientes:

	31/12/2018		31/12/2017	
Saldo con Ferrere	**US$**	**Equivalente en $**	**US$**	**Equivalente en $**
Acreedores comerciales US$	68.505	2.219.988	74.898	2.157.587
Acreedores comerciales $	-	1.349.052	-	1.224.228
Total	**68.505**	**3.569.040**	**74.898**	**3.381.815**

	31/12/2018		31/12/2017	
Saldo con Ferrere	**US$**	**Equivalente en $**	**US$**	**Equivalente en $**
Préstamos	475.000	15.392.850	475.000	13.683.325
Intereses a pagar	8.622	279.385	8.622	248.377
Total	**483.622**	**15.672.235**	**483.622**	**13.931.702**

El informe fechado el 29 de marzo de 2019
se extiende en documento adjunto
Deloitte S.C.

Saldo con Ferrere	31/12/2018		31/12/2017	
	UI	Equivalente en $	UI	Equivalente en $
Préstamos	1.925.000	7.751.975	311.546	1.161.289
Intereses a pagar	44.562	179.451	-	-
Total	**1.969.562**	**7.931.426**	**311.546**	**1.161.289**

9.3 Transacciones con otras partes relacionadas

Las transacciones con las partes vinculadas al 31 de diciembre de 2018 y al 31 de diciembre de 2017 son los siguientes:

Transacciones con Ferrere	31/12/2018	31/12/2017
	Equivalente en $	Equivalente en $
Honorarios profesionales	38.367.270	31.013.323
Pago de servicios	(46.620.844)	(37.179.096)

Transacciones con Ferrere	31/12/2018		31/12/2017	
	US$	Equivalente en $	US$	Equivalente en $
Préstamos recibidos	-	-	55.000	1.556.280
Pago de préstamo	-	-	(55.000)	(1.567.225)
Intereses	52.250	1.608.124	52.250	1.495.218
Pago de intereses	(63.748)	(2.052.357)	(65.748)	(1.909.299)

Transacciones con Ferrere	31/12/2018		31/12/2017	
	UI	Equivalente en $	UI	Equivalente en $
Préstamos recibidos	1.925.000	7.452.000	-	-
Pago de préstamo	(311.546)	(1.254.036)	(536.668)	(2.000.000)
Intereses	47.625	190.559	-	-
Pago de intereses	(13.541)	(54.131)	-	-

NOTA 10 – PATRIMONIO

La Sociedad deberá mantener un patrimonio no inferior a UI 2.500.000 para dar cumplimiento al artículo 104 de la Recopilación de Normas del Mercado de Valores (RNMV).

Capital integrado

Al 31 de diciembre de 2018 y al 31 de diciembre de 2017 el capital integrado asciende a $ 7.893.301 representado por 788 acciones nominativas de valor nominal $ 10.000 cada una, y 2 certificados provisorios nominativos por $ 6.650,50 cada uno.

Reserva legal

Según lo establecido en el Artículo 93 de la Ley 16.060, de Sociedades Comerciales, las mismas deberán destinar, previa absorción de las pérdidas acumuladas, no menos del 5% de las utilidades netas que arroje el resultado del ejercicio para la formación de la reserva legal hasta alcanzar el 20% del capital integrado.

El informe fechado el 29 de marzo de 2019
se extiende en documento adjunto
Deloitte S.C.

319

Con fecha 28 de abril de 2017, se resolvió en asamblea general ordinaria de accionistas aprobar el resultado del ejercicio económico finalizado el 31 de diciembre de 2016, y destinar la suma de $ 89.595 a la formación de la reserva legal.

Con fecha 27 de abril de 2018, se resolvió en asamblea general ordinaria de accionistas aprobar el resultado del ejercicio económico finalizado el 31 de diciembre de 2017, y destinar la suma de $ 84.943 a la formación de la reserva legal.

Impuesto dividendos fictos (Ley 19.438)

Durante el ejercicio finalizado el 31 de diciembre de 2018 se estimó el importe correspondiente a dividendos fictos por un importe de $ 271.063, al 31 de diciembre de 2017 el importe ascendió a $ 280.814.

NOTA 11 – FIDEICOMISOS Y FONDOS DE INVERSIÓN ADMINISTRADOS

Se detallan a continuación los valores en circulación de los fideicomisos financieros y fondos de inversión administrados al 31 de diciembre de 2018:

	US$	UI
Fideicomiso Financiero Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo II	404.765	80.811.006
Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay	50.000.000	-
Fideicomiso Financiero de Inversiones y Rentas Inmobiliarias	75.468.493	-
Fideicomiso Financiero Grinor Ciudad de la Costa I	-	225.848.717
Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay 2	70.000.000	-
Fideicomiso Financiero CASASURU de Desarrollo de Viviendas de Interés Social I	-	140.500.000
Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay 3	190.000.000	-
Fideicomiso Financiero Grinor Ciudad de la Costa II	-	188.320.345
Fideicomiso Financiero de Oferta Privada CC1A	5.359.865	-
Fideicomiso Financiero Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Suburbano de Pasajeros II	-	146.231.583
Fideicomiso Financiero Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo III	-	220.588.408
Total	**391.233.123**	**1.002.300.059**

A continuación, se expone un resumen de los fideicomisos y fondos de inversión administrados al 31 de diciembre de 2018 y 31 de diciembre de 2017:

11.1 Fideicomiso de Administración

Con fecha 16 de agosto de 2006 se firmó el contrato de Fideicomiso de Administración de una persona física del exterior culminando la inscripción ante el Registro Nacional de Actos Personales el 4 de octubre de 2006. EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A. actúa como fiduciario del mismo.

El presente Fideicomiso tiene por finalidad encomendar al Fiduciario administrar el paquete accionario de una sociedad.

El informe fechado el 29 de marzo de 2019
se extiende en documento adjunto
Deloitte S.C.

Finalmente, en el presente ejercicio se rescindió el contrato de fideicomiso, y el 28 de setiembre de 2018 se efectivizó la inscripción definitiva de la rescisión en el Registro Nacional de Actos Personales.

11.2 Fideicomiso Financiero CFP

Con fecha 20 de julio de 2007 se celebró un contrato de Fideicomiso con Cerro Free Port S.A.

En el mismo se constituye un Fideicomiso denominado "Fideicomiso Financiero CFP" en virtud del cual Cerro Free Port S.A. ("Fideicomitente") transfiere al patrimonio del Fideicomiso el crédito derivado de un Acuerdo Transaccional celebrado con el Estado.

Como consecuencia del Acuerdo, el Estado se obligó a pagar al Fideicomitente la suma de US$ 28.500.000 de la siguiente manera: US$ 6.000.000 que fueron abonados el 27 de junio de 2007, y el saldo en 10 cuotas anuales, iguales y consecutivas de US$ 2.250.000 cada una, venciendo la primera cuota a los 365 días de realizado el primer pago, más el 7% de interés anual sobre saldos.

La finalidad del Fideicomiso es dotar de liquidez al Fideicomitente a través de la securitización del crédito de largo plazo mantenido con el Estado correspondiente a las 10 cuotas anuales de US$ 2.250.000. El objetivo de liquidez se logró mediante la emisión de títulos de deuda de oferta pública por parte del Fiduciario garantizado con el bien fideicomitido por el Fideicomitente.

El 1 de noviembre de 2007 se realizó la emisión de títulos de deuda por un valor nominal de US$ 22.500.000.

En el ejercicio anterior se amortizó la última cuota, por lo que se canceló el remanente de los títulos de deuda por un total de US$ 2.250.000 y no se mantienen valores en circulación.

Finalmente, en el ejercicio anterior se rescindió el contrato de fideicomiso, y el 16 de mayo de 2017 se efectivizó la inscripción definitiva de la rescisión en el Registro Nacional de Actos Personales.

11.3 Fideicomiso Financiero Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo II

Mediante contrato celebrado el 6 de julio de 2010 modificado el 20 de setiembre del mismo año, se constituyó el Fideicomiso Financiero Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo II.

A través del citado contrato la Intendencia Municipal de Montevideo, en su calidad de administradora del Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo, cede y transfiere a EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A. (EFAM), en su calidad de Fiduciario del Fideicomiso, la totalidad de los flujos de fondos a percibir por el Fondo a partir de la fecha del citado contrato por concepto de créditos. Dichos créditos corresponden a la contribución del 5% de la recaudación bruta total de las empresas de Transporte (CUTCSA; COETC; UCOT y COME) proveniente de la venta de boletos por los servicios de transporte colectivo urbano de pasajeros. El activo del fideicomiso estará constituido por los derechos cedidos sobre los mencionados créditos.

En garantía del cumplimiento de las obligaciones derivadas del Contrato de Fideicomiso, se afectan los subsidios que las Empresas de Transporte tienen derecho a recibir de la Intendencia Municipal de Montevideo.

Con fecha 14 de octubre de 2010, EFAM emitió por cuenta del Fideicomiso, títulos escriturales representativos de deuda por un valor nominal de UI 400.000.000 para ser colocados en el mercado.

El informe fechado el 29 de marzo de 2019
se extiende en documento adjunto
Deloitte S.C.

Dichos títulos devengarán un interés sobre saldos del 5,5% lineal anual, en unidades indexadas pagaderos mensualmente.

El fideicomiso se extinguirá cuando se hayan cancelado la totalidad de las obligaciones asumidas por la emisión de títulos de deuda, con un plazo máximo de 10 años.

Al 31 de diciembre de 2018 se mantienen valores en circulación por UI 80.811.006 y US$ 404.765, respectivamente.

11.4 Fideicomiso Financiero Velum Overseas I

Mediante contrato celebrado el 29 de diciembre de 2010 se constituyó el Fideicomiso Financiero Velum Overseas I. A través del citado contrato se aportaron US$ 1.450.000 a efectos de que con los mismos se proceda a adquirir carteras de créditos para que sean administrados por Velum Credit Management.

Como contrapartida del aporte realizado, el Fideicomiso emitió Certificados de Participación de oferta privada, no pudiéndose en ningún caso ofrecer los mismos en forma pública.

En el ejercicio anterior, en Asamblea de Titulares de Certificados de Participación se resolvió la rescisión y liquidación del Fideicomiso, y el 9 de junio de 2017 se efectivizó la inscripción definitiva de la rescisión en el Registro Nacional de Actos Personales. Por lo tanto, no se mantienen valores en circulación.

11.5 Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay

Con fecha 6 de mayo de 2011 se celebró el contrato entre EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A. (EFAM) en calidad de fiduciario, Agroempresa Forestal S.A. en calidad de "Administrador" y los suscriptores iniciales de los valores en calidad de "Fideicomitentes", constituyendo el Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay.

El Fideicomiso se integra con los importes a ser pagados por los Fideicomitentes en su carácter de suscriptores iniciales de los valores, en las condiciones que se establecen en el contrato y para ser destinados al cumplimiento de los fines del mismo.

Con los fondos provenientes de la colocación de los valores (Certificados de Participación), el Fiduciario invertirá en la compra de inmuebles rurales situados dentro de la República Oriental del Uruguay, para el posterior desarrollo de la actividad silvícola integrando el patrimonio de afectación.

El Plan de Negocios establece el marco dentro del cual se desarrollará la estrategia del Fideicomiso para cumplir con su fin, y específicamente indica los requisitos generales que han de reunir los inmuebles a efectos de que el Fideicomiso pueda realizar dichas inversiones.

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

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

El patrimonio del Fideicomiso estará constituido por los activos y por todos los derechos económicos presentes y futuros que generen los mismos. Quedará afectado única y exclusivamente a los fines que se destina y sólo podrán ejercitarse respecto a él, los derechos y acciones que se refieran a dichos bienes.

El informe fechado el 29 de marzo de 2019
se extiende en documento adjunto
Deloitte S.C.

Con fecha 5 de agosto de 2011, EFAM emitió por cuenta del Fideicomiso Certificados de Participación escriturales, por un valor nominal de US$ 50.000.000.

Los Certificados de Participación darán a los Titulares derechos de participación sobre el resultado del Fideicomiso de acuerdo a los términos y condiciones establecidas.

El Fideicomiso se mantendrá vigente por un plazo máximo de 30 años, o hasta el momento que se liquiden todos los activos y obligaciones del Fideicomiso.

Al 31 de diciembre de 2018 se mantienen valores en circulación por US$ 50.000.000.

11.6 Fideicomiso Financiero de Inversiones y Rentas Inmobiliarias

Con fecha 6 de junio de 2011 se celebró un contrato de Fideicomiso y se constituyó el Fideicomiso Financiero de Inversiones y Rentas Inmobiliarias.

El 5 de agosto de 2011 el BCU autorizó la inscripción del Fideicomiso en el Registro del Mercado de Valores (Comunicación Nº 2011/132).

Con fecha 16 de mayo de 2012 se realizó la emisión de los títulos mixtos que integran el fideicomiso.

Con los fondos que el Fiduciario obtuvo por la colocación de los Valores, el Fideicomiso invertirá en derechos reales y/o personales que otorguen al Fideicomiso la disposición efectiva y explotación de inmuebles o instalaciones situados en todo el territorio de la República Oriental del Uruguay.

Los inmuebles serán seleccionados por el Administrador de acuerdo con las pautas establecidas en el Plan General de Inversión y con la administración se procurará obtener una renta razonable en el mediano y largo plazo a los efectos de generar los fondos necesarios para repagar los Valores emitidos.

Al 31 de diciembre de 2018 se mantienen valores en circulación por US$ 75.468.493.

11.7 Fideicomiso Ganadero Banco Itaú

El 4 de setiembre de 2012 se celebró el contrato de Fideicomiso de Garantía Ganadero Banco Itaú. El Banco podrá otorgar a cada una de las personas que se adhieran al presente Fideicomiso (fideicomitentes) un crédito, ya sea bajo la forma de préstamo u otro mecanismo legalmente permitido.

En garantía del repago del crédito acordado con el Banco, cada Fideicomitente aportará al fideicomiso determinada cantidad de ganado bovino.

Los Bienes Fideicomitidos por cada Fideicomitente aseguran y asegurarán el fiel cumplimiento y pago puntual de todos los importes que adeude al Banco el respectivo Fideicomitente bajo su crédito.

11.8 Fideicomiso Financiero Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Suburbano de Pasajeros

Mediante contrato celebrado el 6 de agosto de 2012 se constituyó el Fideicomiso Financiero Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Suburbano de Pasajeros.

El informe fechado el 29 de marzo de 2019
se extiende en documento adjunto
Deloitte S.C.

A través del citado contrato el Ministerio de Transporte y Obras Públicas, en su calidad de administrador del Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Suburbano de Pasajeros, cede y transfiere al fideicomiso la totalidad de los flujos de fondos a percibir por el Fondo a partir de la fecha del citado contrato por concepto de Créditos. Dichos Créditos corresponden a la contribución del 5% de la recaudación bruta total de las empresas de Transporte (COPSA; CUTCSA; COETC; UCOT; CASANOVA; SOLFY y RAINCOOP) proveniente de la venta de boletos por los servicios de transporte colectivo suburbano de pasajeros. El activo del fideicomiso estará constituido por los derechos cedidos sobre estos Créditos.

En garantía del cumplimiento de las obligaciones derivadas del contrato de fideicomiso, se afectan los subsidios que las Empresas de Transporte tienen derecho a recibir del Fideicomiso de Administración del Boleto.

Con fecha 17 de diciembre de 2012, EFAM emitió por cuenta del Fideicomiso, títulos escriturales representativos de deuda por un valor nominal de UI 210.000.000 para ser colocados en el mercado.

Dichos títulos devengarán un interés sobre saldos del 3,5% lineal anual, en unidades indexadas pagaderos mensualmente.

El fideicomiso se extinguirá cuando haya cancelado totalmente las obligaciones asumidas por la emisión de títulos de deuda realizada, con un plazo máximo de 30 años.

Al 31 de diciembre de 2018 el Fideicomiso no mantiene valores en circulación, ya que en el presente ejercicio finalizó la amortización de los valores. Asimismo, se extinguió el Fideicomiso y el 23 de agosto de 2018 se efectivizó la inscripción definitiva de la rescisión en el Registro Nacional de Actos Personales.

11.9 Fideicomiso de Garantía Aval Ganadero

Con fecha 13 de junio de 2013 se celebró el contrato de Fideicomiso de Garantía Aval Ganadero, mediante el cual el HSBC Bank (Uruguay) S.A. podrá otorgar a cada una de las personas que se adhieran al presente Fideicomiso (fideicomitentes) un crédito documentado en vales u otro mecanismo legalmente permitido, de acuerdo a los términos y condiciones que en cada oportunidad sean negociados y acordados entre el banco y el productor.

En garantía del repago del crédito acordado con el Banco, cada Fideicomitente aportará al fideicomiso determinada cantidad de ganado.

Los Bienes Fideicomitidos por cada Fideicomitente aseguran y asegurarán el fiel cumplimiento y pago puntual de todos los importes que adeude al banco el respectivo Fideicomitente bajo su crédito.

11.10 Fideicomiso de Garantía Pesquerías Belnova

Con fecha 10 de octubre de 2013 se celebró el contrato de Fideicomiso de Garantía Pesquerías Belnova, a los efectos de garantizar por parte de Pesquerías Belnova el pago de las sumas adeudadas a Banco Santander, BBVA y Banque Heritage, mediante la conformación de un patrimonio fideicomitido integrado por créditos que el fideicomitente tendrá derecho a cobrar en el futuro.

El informe fechado el 29 de marzo de 2019
se extiende en documento adjunto
Deloitte S.C.

11.11 Fideicomiso Ganadero Uruguay

Con fecha 21 de diciembre de 2018 se modificó el contrato en el cual se constituyó el Fideicomiso de Garantía Ganadero Uruguay. Scotiabank Uruguay S.A., en calidad de beneficiario del Fideicomiso, podrá otorgar a cada una de las personas que se adhieran al mismo (fideicomitentes) un crédito documentado en vales u otro mecanismo legalmente permitido, de acuerdo a los términos y condiciones que en cada oportunidad sean negociados y acordados entre el banco y el productor.

En garantía del repago del crédito acordado con el Banco, cada Fideicomitente aportará al fideicomiso determinada cantidad de ganado.

Los Bienes Fideicomitidos por cada Fideicomitente aseguran y asegurarán el fiel cumplimiento y pago puntual de todos los importes que adeude al banco el respectivo Fideicomitente bajo su crédito.

11.12 Fideicomiso de Garantía Trump Tower Punta del Este

Mediante contrato celebrado el 11 de marzo de 2014, se constituyó el Fideicomiso de Garantía Trump Tower Punta del Este con el fin de asegurar y garantizar a los Beneficiarios que los fondos que paguen y deban pagar al Fideicomitente en virtud de los Contratos de Venta sean efectivamente destinados a la finalización y pago de los costos de obra (excluyendo honorarios y comisiones) de todos y cada uno de los ítems incluidos en el presupuesto.

A tales efectos, el Fideicomitente se obliga a entregar al Fiduciario una copia de todos los contratos firmados con los contratistas respecto de los ítems incluidos en el presupuesto dentro de los 10 días hábiles de firmados.

En el ejercicio anterior se rescindió el contrato de fideicomiso, y el 16 de noviembre de 2017 se efectivizó la inscripción definitiva de la rescisión en el Registro Nacional de Actos Personales.

11.13 Fideicomiso Estadio – Club Atlético Peñarol

El 6 de junio de 2014 se modificó el Fideicomiso de Administración Estadio – Club Atlético Peñarol, designándose a EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A. como fiduciaria, y el 18 de junio del mencionado año se ratificó y consintió el contrato por parte de ésta última.

El fin del Fideicomiso es la administración de la sociedad que lleva adelante la construcción del Estadio del Club Atlético Peñarol.

11.14 Fideicomiso de Garantía Peñarol FEC

Con fecha 1 de julio de 2014 se celebró el contrato de Fideicomiso de Garantía Peñarol FEC. El objeto del mismo es la constitución de la propiedad fiduciaria de los Créditos Cedidos que el fideicomitente transfiere con este contrato al Fideicomiso con el fin de asegurar y garantizar el fiel cumplimiento y pago puntual de los importes de capital e intereses que se adeudan bajo el "Crédito FEC".

11.15 Fideicomiso Financiero Pronto! 4

Con fecha 18 de diciembre de 2014 se emitieron los valores correspondientes al contrato de fideicomiso firmado con Kedal S.A. el 15 de octubre de 2014.

En el mismo se constituye un Fideicomiso denominado "Fideicomiso Financiero Pronto! 4", en virtud del cual Kedal S.A. ("Fideicomitente") transfiere al patrimonio del Fideicomiso Créditos para la emisión de Valores.

El informe fechado el 29 de marzo de 2019
se extiende en documento adjunto
Deloitte S.C.

La finalidad del Fideicomiso es dotar de liquidez al Fideicomitente a través de la securitización de los Créditos cedidos al Fideicomiso. Tal objetivo se logra mediante la emisión de los Valores de oferta pública y privada por parte del Fiduciario garantizado con los Bienes Fideicomitidos. El fideicomiso se integrará de créditos libres de obligaciones y gravámenes, identificados en el contrato de fideicomiso.

En el ejercicio anterior se rescindió el contrato de fideicomiso, y el 27 de enero de 2017 se efectivizó la inscripción definitiva de la rescisión en el Registro Nacional de Actos Personales. Por lo tanto, no se mantienen valores en circulación.

11.16 Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay 2

El 14 de agosto de 2014 se celebró el contrato de Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay 2 que tiene como objeto la compra de inmuebles rurales situados dentro del territorio de la República Oriental del Uruguay, los cuales serán destinados al desarrollo de la actividad forestal. La adquisición de los inmuebles rurales se podrá realizar mediante la celebración de promesas de enajenación de inmuebles a plazo.

Con fecha 19 de enero de 2015 (Fecha de Cierre del Período de Suscripción), se llevó a cabo en la Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A. (BEVSA) la colocación de US$ 70.000.000 en Certificados de Participación escriturales a emitirse por el Fiduciario respecto del Fideicomiso.

Los Certificados de Participación darán a los Titulares derechos de participación sobre el resultado del Fideicomiso, de acuerdo a los términos y condiciones establecidas.

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

Al 31 de diciembre de 2018 se mantienen valores en circulación por US$ 70.000.000.

11.17 Fideicomiso Financiero Grinor Ciudad de la Costa

El 23 de octubre de 2014 se celebró el contrato de Fideicomiso Financiero Grinor Ciudad de la Costa. La finalidad del mismo es la obtención de financiamiento a largo plazo, a efectos de abonar los costos de las obras bajo licitación. El mencionado objeto se cumple con la securitización de los Créditos mediante la emisión de valores de oferta pública por parte del Fiduciario, garantizados con los bienes fideicomitidos transferidos por el Fideicomitente.

De acuerdo a los fines del Fideicomiso, el Fiduciario emitirá Títulos de Deuda escriturales por un valor nominal de hasta UI 240.000.000 y Certificados de Participación por un valor nominal de UI 10.000. Los títulos de deuda escriturales serán pagos exclusivamente con los bienes fideicomitidos. El remanente, si lo hubiera luego de la cancelación íntegra de los títulos, será entregado al titular del certificado de participación.

Al 31 de diciembre de 2018 se mantienen valores en circulación por UI 225.848.717.

11.18 Fideicomiso Think MVD

El 23 de abril de 2015 se constituyó el Fideicomiso de Administración Think MVD. El mencionado fideicomiso tendrá por objeto recibir bienes y/o aportes que integrarán la Propiedad Fiduciaria y actuar con respecto a ellos en la forma y en las condiciones que se establecen en el contrato.

El informe fechado el 29 de marzo de 2019
se extiende en documento adjunto
Deloitte S.C.

11.19 Fideicomiso de Garantía Cash I

El 1 de junio de 2015 se constituyó el Fideicomiso de Garantía Cash I. El mismo tiene como objeto garantizar las obligaciones del pago asumido, o a ser asumido, por el Fideicomitente frente al Beneficiario por un crédito otorgado por este último.

El fideicomiso constituido bajo el presente Contrato finalizó al producirse la cancelación total de las Obligaciones Garantizadas. En el presente ejercicio se rescindió el contrato de fideicomiso y el 6 de setiembre de 2018 se efectivizó la inscripción definitiva de la rescisión en el Registro Nacional de Actos Personales.

11.20 Fideicomiso Financiero CASASURU de Desarrollo de Viviendas de Interés Social I

El 2 de junio de 2015 se constituyó el Fideicomiso Financiero CASASURU de Desarrollo de Viviendas de Interés Social I. El Fideicomiso tendrá por objeto el desarrollo de proyectos de vivienda de interés social y su posterior comercialización.

De acuerdo a los fines del Fideicomiso, el fiduciario emitirá Certificados de Participación por un monto total que será de hasta UI 140.500.000.

Al 31 de diciembre de 2018 se mantienen valores en circulación por UI 140.500.000.

11.21 Fideicomiso de Garantía Obligaciones Negociables Cutcsa

El 31 de agosto de 2015 se firmó el contrato de Fideicomiso de Garantía Obligaciones Negociables de CUTCSA. El mismo tiene por objeto garantizar el fiel cumplimiento y pago puntual de los importes de capital e intereses que se adeudan bajo las Obligaciones Negociables, incluso en virtud de su exigibilidad anticipada.

11.22 Fideicomiso de Garantía Abbott – Bioerix

El 16 de octubre de 2015, se constituye el presente fideicomiso en garantía de la Deuda Garantizada, sus reajustes e intereses así como toda otra suma que se adeude en el futuro por el Fideicomitente a cualquiera de las acreedoras, sea como deudores principales, fiadores, codeudores solidarios o no, avalistas o por cualquier otro concepto, que hayan contraído o contraigan en el futuro.

11.23 Fideicomiso de Garantía Obligaciones Negociables Asociación Española 1

El 19 de noviembre de 2015 se constituye el Fideicomiso de Garantía Obligaciones Negociables Asociación Española 1, en el que el Fideicomitente transfiere en propiedad fiduciaria al Fiduciario, quien adquiere, libre de obligaciones y gravámenes, los créditos cedidos por los montos indicados en el contrato de Fideicomiso hasta la total cancelación de las Obligaciones Negociables y los gastos del fideicomiso.

11.24 Fideicomiso de Garantía Obligaciones Negociables Asociación Española 2

El 22 de diciembre de 2015 se constituye el Fideicomiso de Garantía Obligaciones Negociables Asociación Española 2, en el que el Fideicomitente transfiere en propiedad fiduciaria al Fiduciario, quien adquiere, libre de obligaciones y gravámenes, los créditos cedidos por los montos indicados en el contrato de Fideicomiso hasta la total cancelación de las Obligaciones Negociables y los gastos del fideicomiso.

El informe fechado el 29 de marzo de 2019
se extiende en documento adjunto
Deloitte S.C.

11.25 Fideicomiso de Garantía Fondo Valores

El 10 de mayo de 2016 se celebró el contrato de Fideicomiso de Garantía Fondo Valores el que tiene por objeto la constitución de la propiedad Fiduciaria de los fondos que sean aportados a la Reserva de Garantía del Fondo Valores, a efectos que cuando el resultado neto de las comisiones e impuestos del Fondo sea negativo, se pueda compensar el 100% de dicho resultado negativo con cargo a la Reserva de Garantía.

En el presente ejercicio se rescindió el contrato de fideicomiso, y el 20 de junio de 2018 se efectivizó la inscripción definitiva de la rescisión en el Registro Nacional de Actos Personales.

11.26 Fideicomiso Reciclo NFU

El 30 de junio de 2016 se firmó el contrato del Fideicomiso de Administración Reciclo NFU, en el que se encomienda al fiduciario la administración del Plan Maestro de gestión de neumáticos y cámaras fuera de uso ("Reciclo NFU"), de modo de cobrar las sumas abonadas por las Empresas Adheridas al Plan y realizar los pagos correspondientes a los proveedores y demás actores que corresponda, de acuerdo a los Convenios celebrados con los mismos.

11.27 Fondo Valores Fondo de Inversión

Fondo Valores Fondo de Inversión es un fondo de inversión en pesos uruguayos, cuyo plazo de duración es ilimitado y sin tope máximo de integración.

El Fondo es un patrimonio de afectación separado e independiente integrado por aportes de personas físicas o jurídicas bajo el régimen de la Ley N° 16.774, con destino a la inversión en valores y otros activos; y es un fondo de inversión abierto, por lo que podrá ser ampliado o reducido en todo momento por medio de la integración o rescate de cuotapartes.

Con fecha 19 de abril de 2016, el Banco Central del Uruguay (BCU), aprobó el reglamento del Fondo y autorizó su inscripción en el Registro del Mercado de Valores (Comunicación N° 2016/075).

En el mes de mayo de 2016 comenzó a operar el Fondo de Inversión "Fondo Valores" según dispone el contrato de creación y administración, celebrado el 5 de noviembre de 2015 entre EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A. y la Bolsa de Valores de Montevideo (BVM), que promueve dicho Fondo.

Como requisito para su funcionamiento se establece que el Fondo Valores podrá invertir en los siguientes valores:

- Valores emitidos por el Estado Uruguayo e instrumentos de regulación monetaria emitidos por el Banco Central del Uruguay, hasta 100%.
- Certificados de depósito y/o depósitos a plazo en instituciones de intermediación financiera locales de alta calificación crediticia, que cuenten con una calificación de riesgo perteneciente a la Categoría 1 o Categoría 2 establecida por la Superintendencia de Servicios Financieros, hasta el 40%.
- Disponibilidad Transitoria, hasta el 100%.

Cualquier circunstancia que afectara a los Valores del Fondo y que supusiera que cualesquiera de dichos activos no califican como "activos elegibles" bajo los literales anteriores obligará a la Sociedad Administradora a liquidar dichos activos dentro del plazo máximo de 60 días.

En diciembre de 2017 la Sociedad comunicó al BCU la intención de disolver y liquidar el Fondo Valores Fondo de Inversión con fecha 28 de febrero de 2018.

El informe fechado el 29 de marzo de 2019
se extiende en documento adjunto
Deloitte S.C.

Luego de la resolución de disolución y liquidación del Fondo, los cuotapartistas cuentan con un plazo de 60 días hábiles para realizar el rescate de los fondos según se indica en el reglamento del Fondo Valores. Dicho plazo finalizó el 29 de mayo de 2018.

11.28 Fideicomiso de Garantía Obligaciones Negociables Sanatorio Americano

El 19 de agosto de 2016 se constituyó el Fideicomiso de Garantía Obligaciones Negociables Sanatorio Americano. El objeto del presente contrato es la constitución Fiduciaria de los Créditos Cedidos que el Fideicomitente transfiere con el otorgamiento de este contrato al Fideicomiso con el fin de asegurar y garantizar el fiel cumplimiento y pago puntual de los importes que por capital e intereses se adeudan bajo las Obligaciones Negociables, incluso en virtud de su exigibilidad anticipada. El Sanatorio Americano asegura la existencia y legitimidad de los Créditos Cedidos.

11.29 Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay 3

Con fecha 22 de agosto de 2016 se celebra el contrato entre EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A. en calidad de "Fiduciario", Agroempresa Forestal S.A. en calidad de "Administrador" y los Suscriptores Iniciales de los Valores en calidad de "Fideicomitentes", constituyendo el Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay 3.

El 16 de noviembre de 2016 el Banco Central del Uruguay (BCU) autorizó la inscripción del Fideicomiso en el Registro del Mercado de Valores (Comunicación Nº 2016/246).

El Fideicomiso se integrará con los importes a ser pagados por los Fideicomitentes en su carácter de suscriptores iniciales de los Valores, en las condiciones que se establecen en el Contrato y para ser destinados al cumplimiento de los fines del mismo.

Con los fondos provenientes de la colocación de los Valores (Certificados de Participación), el Fiduciario invertirá en la compra y/o arrendamiento de inmuebles rurales, situados dentro del territorio de la República Oriental del Uruguay, para el posterior desarrollo de la actividad forestal, integrando el patrimonio del Fideicomiso.

El Plan de Negocios establece el marco dentro del cual se desarrollará la estrategia del Fideicomiso para cumplir con su fin, y específicamente indica los requisitos generales que han de reunir los Inmuebles a efectos de que el Fideicomiso pueda realizar dichas inversiones.

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

El patrimonio del Fideicomiso estará constituido por los Activos y por todos los derechos económicos, presentes y futuros que generen los mismos. Quedará afectado única y exclusivamente a los fines que se destina y sólo podrán ejercitarse respecto a él, los derechos y acciones que se refieran a dichos bienes.

Con fecha 06 de diciembre de 2016 (Fecha de Cierre del Período de Suscripción), se llevó a cabo en la Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A. (BEVSA) la colocación de US$ 190.000.000 en Certificados de Participación escriturales a emitirse por el Fiduciario respecto del Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay 3.

Los Certificados de Participación darán a los Titulares derechos de participación sobre el resultado del Fideicomiso, de acuerdo a los términos y condiciones establecidas.

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

El informe fechado el 29 de marzo de 2019
se extiende en documento adjunto
Deloitte S.C.

Al 31 de diciembre de 2018 se mantienen valores en circulación por US$ 190.000.000.

11.30 Fideicomiso Financiero Grinor Ciudad de la Costa II

Con fecha 16 de setiembre de 2016 se celebra el contrato entre EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A. en calidad de "Fiduciario" y Grinor S.A. en calidad de "Fideicomitente", constituyendo el Fideicomiso Financiero Grinor Ciudad de la Costa II.

La finalidad del Fideicomiso es la obtención de financiamiento a largo plazo a efectos de abonar los costos de las obras de Ampliación del Contrato. Ello mediante la securitización de los Créditos y la emisión de oferta publica por parte del Fiduciario, de Títulos de Deuda garantizados con la Propiedad Fiduciaria.

Para ello, Grinor S.A. (el Fideicomitente), cede y transfiere al Fiduciario, en su calidad de Fiduciario del Fideicomiso, libre de obligaciones y gravámenes, la totalidad de los Créditos.

El Fideicomitente coloca al Fiduciario en su mismo grado y prelación respecto de los Créditos. En señal de tradición, Grinor S.A. se desprende de los derechos sobre los Créditos colocando al Fiduciario en representación del Fideicomiso en su mismo lugar, grado y prelación con respecto a los Créditos y lo faculta a usar de los mismos a su vista y paciencia. La transferencia de los Créditos incluye la de todos los derechos económicos, presentes y futuros, sobre los mismos.

De acuerdo a los fines del Fideicomiso, el Fiduciario emitirá Títulos de Deuda escriturales por un valor nominal de hasta UI 190.000.000 y Certificados de Participación por un valor nominal de UI 10.000. Los títulos de deuda escriturales serán pagos exclusivamente con los bienes fideicomitidos. El remanente, si lo hubiera luego de la cancelación íntegra de los títulos, será entregado al titular del certificado de participación.

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

Al 31 de diciembre de 2018 se mantienen valores en circulación por UI 188.320.345.

11.31 Fideicomiso Financiero de Oferta Privada CC 1 A

Con fecha 7 de febrero de 2017 se celebra el contrato entre EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A. en calidad de "Fiduciario" y Exprinter (Uruguay) S.A. en calidad de "Fideicomitente", constituyendo el Fideicomiso Financiero de Oferta Privada CC 1 A.

La finalidad del Fideicomiso es la adquisición y administración de Créditos, para destinar los resultados al pago de los Certificados de Participación, previo pago de los gastos del Fideicomiso.

Para ello, el Fideicomitente, cede y transfiere sin recurso al Fiduciario, en su calidad de fiduciario del Fideicomiso, libre de obligaciones y gravámenes, la totalidad de la cartera de Créditos, junto con las garantías correspondientes que accedan a los mismos.

La transferencia de los Créditos incluye todos los derechos económicos, presentes y futuros, sobre los mismos, así como sus correspondientes garantías.

De acuerdo a los fines del Fideicomiso, el Fiduciario emitirá mediante oferta privada Certificados de Participación escriturales por un valor nominal de US$ 10.000 cada uno.

El informe fechado el 29 de marzo de 2019
se extiende en documento adjunto
Deloitte S.C.

El Fideicomiso se mantendrá vigente y válido hasta el momento en que se cancelen todas las obligaciones derivadas del contrato. En ningún caso dicho plazo excederá el plazo máximo de 30 años.

Al 31 de diciembre de 2018 se mantienen valores en circulación por US$ 5.359.865.

11.32 Fideicomiso de Garantía Anlobe

El 16 de febrero de 2017 se constituyó el Fideicomiso de Garantía Anlobe. Por medio del contrato, el Fideicomitente (Kareloy S.A.) transfiere en propiedad fiduciaria al Fiduciario los Créditos Cedidos, colocando al Fiduciario en su mismo lugar, grado y prelación respecto de los mismos, los que constituyen el Patrimonio Fideicomitido.

Los Créditos Cedidos constituyen créditos futuros, y los mismos son transferidos al Fideicomiso al amparo del artículo 5° de la Ley de Fideicomiso. Asimismo, el Fideicomitente asegura la existencia y legitimidad de los Créditos Cedidos.

Durante el presente ejercicio se rescindió el contrato de fideicomiso y el 6 de setiembre de 2018 se efectivizó la inscripción definitiva de la rescisión en el Registro Nacional de Actos Personales.

11.33 Fideicomiso de Garantía Bonos Faroy

El 10 de octubre de 2017 se constituyó el Fideicomiso de Garantía Bonos Faroy. Por medio del contrato, el Fideicomitente (Faroy S.A.) transfirió la propiedad de los Créditos Cedidos al Fiduciario, quien recibió libre de obligaciones y gravámenes los Créditos Cedidos hasta la fecha de cancelación de toda obligación asumida por Faroy S.A. bajo los Bonos y la cancelación de los gastos del Fideicomiso, colocando al Fiduciario en el mismo lugar, grado y prelación de Faroy S.A. con respecto a los créditos cedidos.

El objeto y razón de la existencia de este contrato es la constitución de la propiedad fiduciaria de los Bienes Fideicomitidos al Fideicomiso a través del otorgamiento del mencionado contrato con el fin de garantizar y asegurar el fiel cumplimiento y pago puntual de los importes que por capital e intereses se adeuden bajo los Bonos emitidos por Faroy.

11.34 Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Suburbano de Pasajeros Fideicomiso Financiero II

Mediante contrato celebrado el 20 de marzo de 2018 y su posterior modificación del 23 de mayo de 2018, se constituyó el Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Suburbano de Pasajeros Fideicomiso Financiero II.

A través del citado contrato el Ministerio de Transporte y Obras Públicas, en su calidad de administrador del Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Suburbano de Pasajeros, cede y transfiere a EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A., en su calidad de Fiduciario del Fideicomiso, libre de obligaciones y gravámenes, la totalidad de los flujos de fondos a percibir por el Fondo a partir de la fecha del citado contrato por concepto de Créditos. Dichos Créditos corresponden a la contribución del 5% de la recaudación bruta total de las empresas de Transporte (COPSA; CUTCSA; COME; UCOT; COETC; CASANOVA; RIMOLI FIOCCHI S.R.L. y CITA) proveniente de la venta de boletos por los servicios de transporte colectivo suburbano de pasajeros, y de los montos correspondientes a los subsidios abonados por la Administración Nacional de Educación Pública, el Ministerio de Transporte y Obras Públicas, el Fideicomiso de Administración del Boleto creado en cumplimiento del Decreto N° 347/006 de 28 de setiembre de 2006, el Ministerio de Economía y Finanzas originado en la Ley 18.180 de 5 de octubre de 2007, así como proveniente de cualquier otro subsidio o compensación similar que pudiera establecerse en el futuro.

El activo del fideicomiso estará constituido por los derechos cedidos sobre estos Créditos.

El informe fechado el 29 de marzo de 2019
se extiende en documento adjunto
Deloitte S.C.

En garantía del cumplimiento de las obligaciones derivadas del contrato de Fideicomiso, se afectan los subsidios que las empresas de transporte tienen derecho a recibir del Fideicomiso de Administración del Boleto.

Con fecha 21 de junio de 2018 el BCU autorizó, en el marco del Fideicomiso Financiero, la emisión de Títulos de Deuda por un monto de hasta UI 160.000.000.

Dichos títulos devengarán un interés sobre saldos del 4,5% lineal anual, en unidades indexadas pagaderos mensualmente.

Al 31 de diciembre de 2018 se mantienen valores en circulación por UI 146.231.583.

11.35 Fideicomiso Financiero Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo III

Mediante contrato celebrado el 25 de abril de 2018 modificado el 9 de julio del mismo año, se constituyó el Fideicomiso Financiero Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo III.

A través del citado contrato la Intendencia 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 2% de la recaudación bruta total de las empresas de Transporte (CUTCSA; COETC; UCOT y COME) proveniente de la venta de boletos por los servicios de transporte colectivo urbano de pasajeros. El activo del fideicomiso estará constituido por los derechos cedidos sobre los mencionados créditos.

En garantía del cumplimiento de las obligaciones derivadas del Contrato de Fideicomiso, se afectan los subsidios que las Empresas de Transporte tienen derecho a recibir de la Intendencia de Montevideo.

Con fecha 24 de agosto de 2018 el BCU autorizó, en el marco del Fideicomiso Financiero, la emisión de Títulos de Deuda por un monto de hasta UI 225.000.000.

Dichos títulos devengarán un interés sobre saldos del 4% lineal anual, en unidades indexadas pagaderos mensualmente.

Al 31 de diciembre de 2018 se mantiene valores en circulación por UI 220.588.408.

11.36 Fideicomiso Fondo de Innovación Sectorial

Mediante contrato celebrado el 11 de setiembre de 2018 se constituyó el Fideicomiso Fondo de Innovación Sectorial, cuyo objeto es la administración del patrimonio fiduciario para la promoción, desarrollo e implementación de las actividades definidas en el contrato de fideicomiso.

El fideicomiso se integrará con los aportes a realizar por UPM (directamente o a través de una o más afiliadas UPM), constituyendo así un patrimonio de afectación separado e independiente del patrimonio de los Fideicomitentes, la Fiduciaria, los Beneficiarios y los Beneficiarios Finales.

El informe fechado el 29 de marzo de 2019
se extiende en documento adjunto
Deloitte S.C.

NOTA 12 – ADMINISTRACIÓN DE RIESGOS FINANCIEROS

Las actividades de la Sociedad están alcanzadas por los riesgos financieros inherentes a su actividad. Los riesgos financieros a los que se encuentra expuesta la sociedad son: riesgo de crédito, riesgo de liquidez y riesgo de mercado que incluyen los riesgos de las variaciones del tipo de cambio e inflación, riesgo de precios y los cambios en la tasa de interés.

La administración del riesgo es ejecutada por la Gerencia bajo políticas aprobadas por el Directorio. El Directorio es quien establece y supervisa las políticas de la sociedad con el objeto de identificar y analizar los riesgos a los que se enfrenta la misma, fijar límites y controles adecuados, y para monitorear la exposición a cada riesgo y el cumplimiento de los límites.

12.1 Riesgo de mercado

Riesgo de tipo de cambio e inflación

El riesgo de tipo de cambio surge de la exposición a la variación del mismo. La Sociedad se encuentra expuesta a la variación de la cotización del peso uruguayo respecto al dólar estadounidense y a la unidad indexada. La posición en moneda distinta al peso uruguayo se detalla en la Nota 5.

La Dirección monitorea este riesgo de forma de mantener la exposición al mismo en niveles aceptables.

Se detalla a continuación la sensibilidad del peso uruguayo frente a un incremento, en un plazo de doce meses desde la fecha de cierre de ejercicio, del 9,55% y 3,38% respecto al dólar estadounidense (escenario 1 y 2, respectivamente):

	31/12/2018
Escenario 1	
Ganancia (en $)	2.227.160
Escenario 2	
Ganancia (en $)	787.496

Los datos de sensibilidad considerados, corresponden al resultado de la encuesta de expectativas económicas que realiza el Banco Central del Uruguay a analistas económicos y son tomados por el Directorio como una base razonable para el análisis de los riesgos financieros derivados de cambios en la cotización de la moneda extranjera. En particular, los porcentajes considerados en los casos de devaluación del peso uruguayo frente al dólar estadounidense, corresponden al tipo de cambio máximo y mínimo esperado, respectivamente.

Se detalla a continuación la sensibilidad del peso uruguayo frente a un aumento, en un plazo de doce meses desde la fecha de cierre de ejercicio, del 7,69% del valor de la unidad indexada:

	31/12/2018
Ganancia (en $)	90.776

Los datos de sensibilidad considerados, corresponden al resultado de la encuesta de expectativas de inflación que realiza el Banco Central del Uruguay a analistas económicos y son tomados por el Directorio como una base razonable para el análisis de los riesgos financieros derivados de cambios en la cotización de la unidad indexada.

El informe fechado el 29 de marzo de 2019
se extiende en documento adjunto
Deloitte S.C.

Riesgo de tasa de interés

Las deudas financieras contraídas en unidades indexadas devengan intereses a tasa fija en unidades indexadas y se valúan a costo amortizado por lo que la exposición a dicho riesgo se encuentra acotada.

Las deudas financieras con entidades bancarias sujetas a dicho riesgo al 31 de diciembre de 2018 y al 31 de diciembre de 2017 ascienden a UI 2.676.957 (equivalentes a $ 10.780.105 y $ 9.978.356, respectivamente) siendo su tasa de interés del 2% anual en unidades indexadas.

Las deudas financieras con entidades no bancarias sujetas a dicho riesgo al 31 de diciembre de 2018 ascienden a UI 1.925.000 (equivalentes a $ 7.751.975) siendo su tasa de interés del 7,5% anual en unidades indexadas.

Las deudas financieras en dólares estadounidenses al 31 de diciembre de 2018 y al 31 de diciembre de 2017 ascienden a US$ 1.310.220 y US$ 1.339.168, respectivamente (equivalentes a $ 42.458.973 y $ 38.577.419, respectivamente).

Se detalla a continuación el capital de los préstamos y las tasas de intereses pactadas:

- Capital: US$ 350.000, tasa de interés del 5% efectiva anual.
- Capital: US$ 475.000, tasa de interés del 11% efectiva anual.
- Valor razonable de bonos: US$ 485.220 (préstamo en valores), tasa de interés del 5% efectiva anual sobre el valor nominal de los bonos (US$ 475.700). Además, la Sociedad abonará a los acreedores todos los pagos de intereses que reciba por los Bonos afectados en garantía en BCU.

12.2 Riesgo de crédito

La Dirección realizó su estimación de las pérdidas de crédito esperadas en base a la probabilidad de default y al monto que espera recuperar. Para ello los cálculos se basaron en las tablas estándar de probabilidad de default y recuperación en caso de incumplimiento que publican periódicamente las principales agencias calificadoras de crédito para cada una de sus categorías de riesgo crediticio.

12.3 Riesgo de liquidez

Es el riesgo de que la Sociedad encuentre dificultades en cumplir sus obligaciones asociadas con pasivos financieros. La Dirección maneja el riesgo de liquidez mediante el mantenimiento de niveles adecuados de disponibilidades que le permitan cumplir con los vencimientos de sus pasivos.

En caso de tener necesidades de fondos para cubrir temporalmente desfasajes en su flujo de efectivo la Sociedad recurre al financiamiento de partes relacionadas.

Las deudas financieras contraídas por la Sociedad tienen como objeto la constitución de los depósitos en garantía requeridos por la normativa del BCU y la cancelación de los pasivos se efectiviza una vez que dicha garantía es liberada por el organismo regulador. De esta manera, no existe exposición al riesgo de liquidez por estos pasivos financieros.

El informe fechado el 29 de marzo de 2019
se extiende en documento adjunto
Deloitte S.C.

12.4 Valor razonable

Los valores contables de los activos y pasivos financieros se encuentran sustancialmente expresados en pesos uruguayos, unidades indexadas (UI) y dólares estadounidenses, por lo que el riesgo implícito es el riesgo de tipo de cambio detallado en la nota 12.1. El valor de la UI se obtiene de la página web del Instituto Nacional de Estadística (www.ine.gub.uy). En el caso de los bonos del tesoro y globales, y las notas del tesoro, la cotización vigente se obtiene a través del vector de precios emitido por el Banco Central del Uruguay (www.bcu.gub.uy).

NOTA 13 – IMPUESTO A LA RENTA

El cargo a resultados por este concepto incluye:

	31/12/2018	31/12/2017
Impuesto a la renta corriente	(1.246.351)	(1.074.242)
Impuesto a la renta diferido	125.943	34.733
Total	**(1.120.408)**	**(1.039.509)**

13.1 Impuesto a la renta corriente

El cargo por impuesto a la renta corriente se determina aplicando la tasa del 25% sobre la utilidad impositiva del ejercicio.

El cargo por este concepto al 31 de diciembre de 2018 y al 31 de diciembre de 2017 ascendió a $ 1.246.351 y $ 1.074.242 respectivamente.

13.2 Impuesto a la renta diferido

Los activos y pasivos por impuesto diferido se encuentran compensados. De acuerdo a la NIC 12, esto es posible si se tiene reconocido legalmente este derecho. Pueden ser compensados únicamente los activos y los pasivos por impuesto diferido que se deriven del impuesto a la renta correspondiente a una misma autoridad fiscal.

El activo por impuesto a la renta diferido se compone de la siguiente forma:

Concepto	**31/12/2018**	**31/12/2017**
Diferencias temporarias		
Otros activos financieros	452.016	164.342
Previsión para incobrables	190.687	(25.408)
Total diferencias temporarias	**642.703**	**138.934**
Saldo neto	**642.703**	**138.934**
Tasa	**25%**	**25%**
Activo por impuesto diferido	**160.676**	**34.733**

La evolución del impuesto a la renta diferido al cierre de cada ejercicio es la siguiente:

	31/12/2018	31/12/2017
Activo al inicio	**34.733**	-
Impuesto a la renta	125.943	34.733
Activo al cierre	**160.676**	**34.733**

El informe fechado el 29 de marzo de 2019
se extiende en documento adjunto
Deloitte S.C.

Conciliación del gasto por impuesto a la renta y utilidad contable

		31/12/2018		31/12/2017
Resultado antes del impuesto a la renta		2.748.961		2.738.370
Resultado por tasa	25%	**(687.240)**	25%	**(684.593)**
Ítems de reconciliación				
Gastos no admitidos		(433.168)		(354.916)
Total gasto por impuesto a la renta		**(1.120.408)**		**(1.039.509)**

NOTA 14 – HECHOS POSTERIORES

A la fecha de presentación de los presentes estados financieros, no existen hechos que puedan afectar a la Sociedad en forma significativa.

El informe fechado el 29 de marzo de 2019
se extiende en documento adjunto
Deloitte S.C.

ANEXO 9: ACTA DE DIRECTORIO DEL FIDUCIARIO

80

ACTA DE DIRECTORIO
EF ASSET MANAGEMENT
ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A.

En Montevideo a los 14 días del mes de diciembre de 2018, a las 12:00 horas, en la sede social de la sociedad, se reúne el directorio de EF ASSET MANAGEMENT ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A. (en adelante la "Sociedad"), con la presencia del Dr. Diego Rodríguez (presidente) y del Cr. Nelson Mendiburu (vicepresidente).

Asimismo, se deja constancia que se encuentra presente el Cr. Gonzalo Icasuriaga, en su calidad de síndico suplente de la Sociedad.

Reunido el directorio, por unanimidad se resuelve:

RESOLUCIÓN: Constituir un fideicomiso financiero de oferta pública mediante contrato que se firmará con Agroempresa Forestal S.A. y Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A., el cual se denominará "FIDEICOMISO FINANCIERO FORESTAL BOSQUES DEL URUGUAY 4" y emitir Certificados de Participación de dicho fideicomiso, una vez registrada dicha emisión en el Registro de Mercado de Valores del Banco Central del Uruguay, y de acuerdo a los términos y condiciones que se indican a continuación:

Denominación:	Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay 4
Fiduciario:	EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.
Fideicomitentes:	Suscriptores iniciales de los Valores
Beneficiarios:	Titulares de los Valores
Administrador:	Agroempresa Forestal S.A.
Entidad Registrante	EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.
Entidad Representante	Bolsa Electrónica de Valores S.A.
Agente de Pago:	EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.
Títulos a emitirse:	Certificados de Participación escriturales.
Activos del Fideicomiso:	El Fideicomiso invertirá en la compra y/o arrendamiento de Inmuebles rurales para desarrollar una explotación forestal.
Moneda:	Dólar fondo.

Importe de la Emisión:	Hasta US$ 330.000.000
Distribuciones:	Toda vez que existan Fondos Netos Distribuibles luego de cada Cierre de Ejercicio, o al procederse a la venta de Activos del Fideicomiso o por la distribución final de Fondos Netos Remanentes. En la primera etapa del Fideicomiso (año 0 a 2), si bien, habrá disponibilidades al cierre de cada balance, estos serán destinados al financiamiento del emprendimiento. Por lo tanto, en la esta etapa no necesariamente habrá fondos a distribuir porque las disponibilidades deberán cubrir futuros gastos e inversiones.
Plazo del Fideicomiso:	30 años o hasta el momento en que se cancelen en forma total los Certificados de Participación emitidos por el Fiduciario, y se cancelen las demás obligaciones del Contrato de Fideicomiso. La Mayoría Especial de Titulares podrá resolver transferir el patrimonio del Fideicomiso a un nuevo fidecomiso, previo al vencimiento del plazo máximo de 30 años.
Calificadora de Riesgo:	CARE Calificadora de Riesgo S.R.L.
Asesor Legal:	Ferrere
Inscripción:	Banco Central del Uruguay
Cotización:	BEVSA y Bolsa de Valores de Montevideo
Ley Aplicable:	Ley de la República Oriental del Uruguay

Sin otros asuntos que considerar, se levanta la sesión a las 13:00 horas.

Diego Rodríguez
Presidente

Nelson Mendiburu
Vicepresidente

Gonzalo Icasuriaga
Síndico suplente

PAPEL NOTARIAL DE ACTUACIÓN

Fr Nº 175155

ESC. MARIA JOSE MENDEZ GUERRERO - 17932/1

TESTIMONIO. La foja de fotocopia que antecede **CONCUERDA BIEN Y FIELMENTE** con el original de su mismo tenor que tengo de manifiesto y que cotejé: Acta de Directorio de EF ASSET MANAGEMENT ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A. de fecha 14 de diciembre de 2018, la cual luce copiada a fojas 80 y 81 del Libro de Actas de Directorio y Copiador de Cartas de la indicada sociedad, inscripto en el Registro de las Personas Jurídicas, sección Registro Nacional de Comercio con el número 18494 el 26 de agosto de 2013. **EN FE DE ELLO**; a solicitud de parte interesada y para su presentación ante quien corresponda, expido el presente en dos hojas de Papel Notarial de Actuación de la Serie Fr números 175154 y 175155, que sello, signo y firmo en Montevideo el diecisiete de diciembre de dos mil dieciocho.

ARANCEL OFICIAL
Artículo 9
Honorarios $ 536
Mont. Not. $ 82
Fdo. Gremial $ -

María José Méndez Guerrero
ESCRIBANA PÚBLICA

060480