

**ACTUALIZACIÓN DE
CALIFICACIÓN DE RIESGO DE
CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN
EN EL DOMINIO FIDUCIARIO
DEL “FIDEICOMISO FINANCIERO
FORESTAL MONTES DEL ESTE”**

Montevideo, noviembre de 2016

4	RESUMEN GENERAL
6	I INTRODUCCIÓN
11	II EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACION
13	III LA ADMINISTRACION
20	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO DE FONDOS
27	V EL ENTORNO
35	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

Actualización de Calificación Oferta Pública Noviembre 3, 2016

Denominación:	Fideicomiso Financiero Forestal Montes de Este
Fiduciaria :	TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión SA
Operador:	Cambium Forestal Uruguay S.A y Protasi y Asociados respectivamente.
Agente de Registro y pago:	TMF Uruguay AFISA
Entidad representante:	Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A.
Titulos Emitidos:	Certificados de participación
Moneda:	Dolares americanos
Importe de la Emision:	US\$ 56.500.000
Fecha de emision:	23 de junio de 2014
Plazo:	23 años
Distribuciones:	Según resultados acumulados de acuerdo a procedimiento establecido
Activos del Fideicomiso:	Los inmuebles, los bosques y las mejoras e inversiones realizadas en aquellos, entre otros.
Estructura:	Guyer & Regules
Calificación:	BBB (uy)
Vigencia de la Calificación:	al 30 de abril de 2017
Comité de Calificación:	Ing. Julio Preve, Cr. Martín Durán Martínez y Ing. Juan Peyrou
Manual:	Manual de Calificación de Finanzas estructuradas administradas por terceros



Resumen General

CARE ha actualizado la calificación de los certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero Forestal Montes del Este manteniendo la calificación BBB (uy).

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

- Una construcción financiera que desde el punto de vista jurídico, ofrece las garantías necesarias tal como se aprecia en el informe jurídico de la calificación original (Véase www.care.com.uy).
- Un negocio que desde el punto de vista económico financiero para el inversor ha soportado los stresses ajenos al negocio a los que razonablemente la emisora y la calificadoradora han sometido el proyecto.
- Un proyecto que desde el punto de vista físico y económico, supera en el mismo sentido que en el punto anterior, diversas pruebas; y al mismo tiempo se destaca por el nivel de cobertura de múltiples variables consideradas.
- De modo especial se ha evaluado nuevamente la capacidad de gestión de la empresa operadora del proyecto, Cambium Forestal Uruguay S.A. 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.
- La superficie total adquirida al cierre del tercer trimestre es de 8.609 hectáreas. De éstas, unas 5.933 hectáreas son plantables, lo que presupone un aprovechamiento esperado del orden del 69%, superior al planteado como meta.
- Si bien el proyecto se planteaba adquirir 10 mil has, no se realizarán más compras de tierra, en la medida que la "superficie plantable", prácticamente se ha alcanzado (5.933 vs 6000 has). Más del 80% de los ingresos del proyecto provienen de la venta de madera en sus distintas formas. (pulpa o rolliza).
- Las compras de tierra se han realizado en forma razonablemente alineada con lo proyectado así como la evolución de las superficies plantables y plantadas. El área plantada en 2015, estuvo sensiblemente por debajo de la prevista en el prospecto (2.000 has vs 175 has), pero se debe tener en cuenta que se adquirieron tierras que tenían forestadas 575 has en 2012. Para el año en curso se plantaron 3.706 has, lo que, sumado a lo anterior, superaría lo proyectado para los primeros dos años (4.000 has vs 4.456 has). CARE contrató los servicios de la Ing. Agr. Martha Tamosiunas, que verificó que a la fecha de su visita, estaba cumplida totalmente la etapa de plantación prevista para 2016.

- El precio obtenido –aunque consistente con los supuestos establecidos en el Prospecto de Emisión- fue algo mayor. Se había supuesto un precio promedio de 2.887 USD/ha y se alcanzó a 3.287. La variación del 13% en el precio supuesto versus el proyectado responde a que: (a) los campos fueron adquiridos con una dilación de dos años respecto al presupuesto original y en ese período el valor promedio de la hectárea en Uruguay acumuló un incremento de 3,1% y (b) que el Fideicomiso adquirió dos campos ya forestados (que totalizan 895 has, de las que 575 has están forestadas desde 2012).
- La TIR se mantiene en los valores proyectados en la calificación original, donde las inversiones realizadas se mantienen en los rangos previstos.
- Aunque los precios de los commodities agrícolas han registrado un descenso en los últimos meses, no se puede determinar aún si se trata de un cambio permanente de sentido opuesto al precedente. Esta baja de precios, afecta las decisiones de oferta y demanda de estos bienes en el corto plazo. Sin embargo, en el largo plazo la tendencia de incremento de la demanda se mantiene. En la Sección IV se profundizará 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. La introducción de nuevos impuestos sectoriales, si bien constituyen un cambio normativo, no afectan significativamente el negocio en cuestión y no alteraran mayormente las expectativas del negocio sectorial en general.

I. INTRODUCCIÓN

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

CARE Calificadora de Riesgo, ha sido contratada para actualizar la calificación de los certificados de participación en el dominio fiduciario del fideicomiso financiero nominado "Fideicomiso Financiero Forestal Montes del Este".

La calificación de riesgo supone la expresión de un punto de vista especializado por parte de una empresa autorizada a ese propósito por el Banco Central del Uruguay (BCU), que realiza la supervisión y control del sistema financiero, así como de las calificadoras de riesgo. La nota obtenida no representa no obstante una recomendación o una garantía de CARE para futuros inversores, y por tanto la calificación debe considerarse a los efectos de cualquier decisión como un punto de vista a considerar entre otros. CARE no audita ni verifica la exactitud de la información presentada, la que sin embargo procede de fuentes confiables a su juicio ¹.

El marco conceptual de esta actualización 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 actualización, las futuras no se vincularán estrictamente con la obtención de estas cifras. En efecto, no se trata en este caso de una emisión con compromiso de rentabilidad fijo. Por tanto la nota no dependerá estrictamente del alcance de las Tasas Internas de Retorno calculadas en el proyecto ni de los costos de oportunidad del capital de los inversores porque es diferente en cada caso. En definitiva, la nota seguirá entre otros criterios el cumplimiento del proyecto y el alcance de una rentabilidad mínima que se juzgue aceptable en ocasión de cada recalificación.

CARE Calificadora de Riesgo es una calificadora con registros y manuales aprobados por el Banco Central del Uruguay a partir de abril de 1998. Califica conforme a su metodología oportunamente aprobada por dicha autoridad, seleccionando los profesionales necesarios para integrar en cada caso el comité de calificación, el que juzga en función de sus manuales. Estos, su código de ética, registros y antecedentes se encuentran disponibles en el sitio web: www.care.com.uy así como en el del regulador: www.bcu.gub.uy. El comité de calificación estuvo integrado en este caso por el Cr. Martín Durán Martínez, los Ings. Agrs. Juan Peyrou y Julio Preve Folle.

2. Antecedentes generales y hechos salientes del período

El objeto principal del "Fideicomiso Financiero Forestal Montes del Este" es: (a) la emisión de los Certificados de Participación y su suscripción por parte de los Beneficiarios según términos y condiciones que surgen del Contrato de Fideicomiso y del Documento de Emisión, (b) la implementación del Proyecto Productivo que consiste básicamente en un proyecto de inversión que crea un Patrimonio Forestal en Uruguay, para la producción de madera

¹ CARE no se responsabiliza por el uso que de este informe se haga por parte de terceros con otros fines para el que fue elaborado, máxime cuando se tomen del mismo aspectos parciales que distorsionen su real sentido.

sólida de calidad y con destino la comercialización en el mercado uruguayo e internacional, y (c) la distribución de los fondos resultantes de tal implementación del Proyecto entre los Titulares, en la forma que se establece en el Contrato de Fideicomiso.

El Fideicomiso Financiero Forestal Montes del Este, tiene como objetivo proveer a los inversores retornos a largo plazo logrados esencialmente a través del producto de las ventas de la madera y la valorización del activo tierra, y a la vez, aunque en menor medida, del producto de la venta de bonos de carbono y de pastoreo de las tierras no forestadas, siguiendo protocolos de inversión y administración, con adecuados estándares productivos, ambientales y sociales.

La emisión resultó de 56,5 millones de dólares con entregas diferidas según detalla el artículo 3.3.2 del contrato de Fideicomiso según se describe en el cuadro 1.

CUADRO 1. Esquema de integración de fondos				
Fecha	Porcentaje		Dólares	
	Parcial	Acum.	Parcial	Acumulado
Al 25/6/14	30,00%	30,00%	16.950.000	16.950.000
Al 23/6/15	26,60%	56,60%	15.029.000	31.979.000
Al 23/6/16	25,50%	82,10%	14.407.500	46.386.500
Al 23/6/17	12,40%	94,50%	7.006.000	53.392.500
Al 23/6/18	5,50%	100,00%	3.107.500	56.500.000
Total	100,00%		56.500.000	

Nota: se ha cumplido el cronograma hasta el 23/6/2016

Fuente: elaborado en base a la información del Contrato de Fideicomiso

- Las principales características del modelo de negocios son:
 - El plazo de la inversión es de 23 años, pudiendo extenderse o anticiparse cinco.
 - Administración a cargo de Cambium Forestal Uruguay S.A. (en adelante Cambium), una compañía con probada habilidad en la administración de patrimonios forestales tanto en Chile como en Uruguay.
 - 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.
 - Respecto del ingreso por ventas estimado, un 81,4% corresponde a venta de madera, 14,6% a la venta de la tierra al final del proyecto, y menos del 4% a ingresos por venta de bonos de carbono y pastoreo. También se consideran ingresos financieros por colocación de saldos líquidos.
 - Según el Informe del Fiduciario, a setiembre de 2016, se contaban con 8.609 has hectáreas compradas, de las cuales 5.933 hectáreas son consideradas plantables, presuponiendo un aprovechamiento esperado del 69% (cuadro 2).

- Al 30 de junio se ha invertido casi el total de recursos previstos para la compra de tierras (98%). Se ha adquirido menos superficie total de la prevista, pero ya, prácticamente, se ha alcanzado la superficie plantable proyectada (6.000 has)

CUADRO 2. Compra de tierras al 30 de junio de 2016

Valores al 30 de junio de 2016	Unidad	Monto
Área total efectivamente comprada	has	8608,84
Área plantable efectivamente comprada	has	5932,68
Porcentaje de aprovechamiento	has	0,69
Área con PF efectivamente comprada	has	7038,46
Área con PF condicionada, efectiv. comprada	has	1067,02
Valor total de has compradas	USD	28.295.206
Inversión prevista en tierras	USD	28871000

Fuente: el Fiduciario

- La distribución por departamentos es la presentada en la gráfica 1.



Fuente: el Fiduciario

- Las compras de tierras se realizaron todas en el año 2015. Para alcanzar el total plantable proyectado de 6.000 has, solo faltarían 67 has en la medida que ya hay plantables 5.933 (99%) que de mantener el nivel de aprovechamiento del 69%, se requeriría comprar menos de 100 has.
- Se compraron 18 establecimientos, con aptitud forestal, evidenciada en los altos niveles de aprovechamiento que van desde el 61% al 78% con un promedio de 69% (cuadro 3).

CUADRO 3. Campos adquiridos

Fecha compra	Predio	Departamento	Superficie (ha)		% Aprovech.
			Total	Productiva	
19/01/2015	Lopez Piaggio	Rivera	303	198	65%
26/01/2015	Fonseca	Cerro Largo	251	159	63%
20/03/2015	El Inglés	Treinta y Tres	775	565	73%
20/04/2015	Llorente Carbone	Treinta y Tres	226	147	65%
23/04/2015	Cambota Norte 1	Cerro Largo	131	85	65%
23/04/2015	Fontes	Treinta y Tres	68	50	73%
27/04/2015	Ferrari	Cerro Largo	1.558	930	60%
12/06/2015	Gonzalez Conde	Rivera	386	287	74%
22/07/2015	Mederos	Treinta y Tres	97	69	71%
13/08/2015	Araujo	Treinta y Tres	600	414	69%
19/08/2015	Selli	Cerro Largo	369	259	70%
21/08/2015	Godoy	Treinta y Tres	105	78	74%
27/08/2015	Uran	Treinta y Tres	114	77	68%
01/10/2015	Clara	Tacuarembó	1.881	1459	78%
23/10/2015	García	Cerro Largo	648	406	63%
06/11/2015	(Gigiena Maltes)	Treinta y Tres	914	640	70%
17/12/2015	Rivas	Cerro Largo	120	74	62%
17/12/2015	Parrilla	Tacuarembó	61	38	61%
TOTAL			8.608	5933	69%

Fuente: informe Q2 2016 del Fiduciario

- Se compraron dos campos ya forestados, El Inglés, en el departamento de Treinta y Tres de 775 has totales y El Primero (López Piaggio) en el departamento de Rivera de 303 has totales. Entre ambos precios se han comprado 575 has ya forestadas, lo que implica un aprovechamiento de 53%.
- Con la plantación de 2015 de 175 has, además de las 575 has adquiridas ya forestadas, más la plantación realizada en esta primavera de 2016 de 3.706, se alcanzó a un total de 4.456 has, que supera en más de un 10% la superficie prevista para el segundo año de 4.000 has. Para el próximo años se estima plantar 1.496 has, con lo que se estarían alcanzando las 5.952 has
- En resumen todos los campos ya están autorizados por la Dirección Forestal, en tanto que por DINAMA, ya está expedida la autorización a todos con excepción del campo Clara, que se plantará en 2017. Respecto a este predio fue calificado B por Dinama, en mayo se presentó el Estudio de Impacto Ambiental solicitado por el organismo. A la fecha no se ha recibido respuesta.
- En promedio, el 94% de las hectáreas de los establecimientos adquiridos, poseen Prioridad forestal o Prioridad forestal condicionada. De esta manera, se cumple con lo establecido en la Asamblea de Beneficiarios de fecha 2/2/2015, en la cual se dispuso que los campos deben tener como máximo un 25% de No prioridad, debiendo tener el 75% restante declaración de Prioridad forestal o Prioridad condicionada.

3. Información analizada

La nueva información analizada fue la siguiente:

- Estados Contables de Cambium Forestal Uruguay S.A. al 30/6/2016 con informe de revisión limitada independiente.
- Estados Contables de la Fiduciaria al 30/06/2016.
- Estados Contables del Fideicomiso al 30/06/2016.
- Informes Trimestrales del Fiduciario del 1°, 2° y 3° trimestre
- Incluyen los informes del Operador en los tres casos
- Informes del Comité de Vigilancia
- Entrevistas con personal técnico y gerencial de Cambium Forestal Uruguay S.A.
- Informe de la Ing. Agr. Martha Tamosiunas de 21 de octubre de 2016 ².

². Disponible en care@care.com.uy

II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

Se ofrecieron en oferta pública certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero Forestal Montes del Este, 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 Montes del Este
Fiduciaria:	TMF Uruguay AFISA
Operador administrador:	Cambium Forestal Uruguay S.A.
Agente de Registro y Pago:	TMF Uruguay AFISA
Entidad	
Representante:	Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A.
Cotización bursátil:	Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A.
Organizador:	Protasi y Asociados
Títulos emitidos:	Certificados de participación
Activos del Fideicomiso:	Fondos producto de la emisión y patrimonio forestal creado a partir del cumplimiento del plan de negocios.
Moneda:	Dólares
Plazo:	23 años
Fecha de emisión:	23 de junio de 2014.
Importe de la Emisión:	US\$ 56.500.000
Distribuciones:	Según resultados acumulados de acuerdo a procedimiento establecido
Calificación de Riesgo:	BBB (uy)

El análisis jurídico

El análisis jurídico se agregó en el Anexo I del informe original de calificación. El mismo, descartó cualquier eventualidad de conflictos derivados por ejemplo de la construcción jurídica, los contratos respectivos, el cumplimiento con normas vigentes, etc.

La conclusión del informe fue: "A modo de síntesis y contemplando todos los aspectos involucrados, se aprecia un razonable grado de cobertura, no advirtiéndose riesgos sustanciales asociados a contingencias jurídicas en el proceso de emisión proyectado".

2. 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 se concluye que el riesgo jurídico de estructura se considera mínimo.

Riesgo por iliquidez. Los certificados se han diseñado para ser líquidos. Por este motivo, la liquidez puede considerarse adecuada dadas las características del mercado uruguayo. No obstante este proceso no es instantáneo, puede llevar un tiempo difícil de determinar y en algunos casos podría ocasionar una pérdida de parte del capital invertido. *El riesgo es moderado.*

III. LA ADMINISTRACIÓN

Las características de la emisión hacen necesario analizar dos empresas administradoras: TMF Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A. en su condición de emisora y fiduciaria del fideicomiso financiero, y Cambium Forestal Uruguay S.A. en su capacidad de gestionar el proyecto. Se trata de evaluar la capacidad de gestionar un patrimonio, para lograr el cumplimiento de las obligaciones de administración que se establecen en el contrato que constituye el fideicomiso. Ambas firmas fueron analizadas exhaustivamente en ocasión de la calificación original y su idoneidad y solvencia para llevar adelante la tarea de administrar este negocio se considera comprobada. El seguimiento realizado por CARE de las mismas confirma el juicio emitido oportunamente, no obstante se reiteran y actualizan los principales conceptos tenidos en cuenta.

1. **TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A.**

TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A. tiene por objeto la administración de fondos de inversión de acuerdo con lo establecido en la Ley No. 16.774, a su vez puede actuar como fiduciario en todo tipo de fideicomisos, de acuerdo con la Ley No. 17.703.

Con fecha 28 de junio de 2011 se produjo la fusión de la estructura de las principales participaciones de Equity Trust Group y el grupo de compañías encabezadas por la sociedad limitada de origen holandés TMF GroupHold Co B.V. ("Grupo TMF"). La Sociedad forma parte del Grupo TMF siendo su único accionista y controladora directa Equity Trust (Netherlands) B.V. hasta el 25 de abril de 2014 fecha en la que el Directorio de la Sociedad, producto de la fusión por absorción mencionada anteriormente, resolvió emitir título accionario a favor de TMF Group B.V. pasando a ser este último, el único accionista y controlador directo de la Sociedad.

El gobierno corporativo del fideicomiso sigue mostrando un funcionamiento eficiente en la consecución de los objetivos planteados y respalda el juicio emitido oportunamente por la calificadora, sobre el mismo

TMF Uruguay

TMF Uruguay AFISA está autorizada por el Banco Central del Uruguay para desarrollar actividades como fiduciario financiero en Uruguay desde el 3 de mayo de 2007. Es una sociedad anónima uruguaya independiente de capitales privados, cuyo único accionista es TMF Group B.V. según consta en los registros del BCU.

De acuerdo al Acta de Asamblea Extraordinaria de Accionistas del 3 de julio de 2012 se resolvió el cambio de estatutos de la Sociedad sustituyendo el nombre de Equity Trust Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A. por su denominación actual. La reforma de estatutos fue aprobada por la Auditoría Interna de la Nación en enero de 2013 e inscrita en el Registro Público de Comercio el 25 de febrero de 2013 siendo publicado en el Diario Oficial el 3 de abril del mismo año.

Son sus autoridades el Sr. Juan Pablo Fernández Ranvier y la Sra. Florencia Regueiro en calidad de Presidente y Vicepresidente respectivamente. Encargado de la Administración en Uruguay es el Sr. Martín Improta Cerviño

Al 30 de junio de 2016, TMF Uruguay AFISA administra solamente el Fideicomiso de oferta pública denominado "Fideicomiso Financiero Forestal Montes del Este". Con fecha 15 de julio de 2016, la Superintendencia de Servicios Financieros del BCU, inscribió en el Registro del Mercado de Valores, los Certificados de Participación escriturales, a emitirse bajo el "Fideicomiso Financiera Tierras Irrigadas" por un valor de hasta USD 50 millones por parte de TMF Uruguay AFISA.

La tarea de manejo contable y financiero de la sociedad y de los fideicomisos es llevada a cabo por TMF Uruguay SRL (TMF BPO), filial del grupo y por cuya tarea factura honorarios por servicios administrativos.

Al 30 de junio de 2016, TMF Uruguay AFISA presenta estados contables intermedios con informe de revisión limitada independiente. Un resumen de los principales rubros del estado de situación y resultados se presenta en los cuadros siguientes.

CUADRO 4: Estado de Situación (en miles de \$)			
Concepto	30/6/16	31/12/15	31/12/14
Activo	26.803	18.188	15.263
Activo Corriente	2.319	2.072	1.324
Activo no Corriente	24.484	16.116	13.939
Pasivo	16.762	8.669	7.844
Pasivo Corriente	16.762	8.669	7.844
Pasivo no Corriente	-	-	-
Patrimonio	10.041	9.519	7.419
Pasivo y Patrimonio	26.803	18.188	15.263
Razón Corriente	0,14	0,24	0,17

Fuente: EE.CC TMF

CUADRO 5: TMF, Estado de Resultados (en miles de \$)				
Concepto	30/6/16	30/6/15	31/12/15	31/12/14
Ingresos Operativos	1.322	981	2.073	1.628
Costo Servicios Prestados	(63)	(26)	(82)	(109)
Resultado Bruto	1.259	955	1.991	1.519
Gastos Administración y Vtas.	(1.281)	(669)	(1.974)	(1.812)
Resultado Operativo	(22)	285	17	(293)
Resultado Financiero	738	(130)	(199)	289
IRAE	(194)	(21)	826	(42)
Resultado del Periodo	522	134	643	(46)

Fuente: EE.CC TMF

Como se desprende de los cuadros precedentes, la firma mantiene patrimonio positivo. Si bien no tiene un buen indicador de liquidez (aspecto que no es novedoso) se recuerda que TMF forma parte de un grupo empresarial mucho más amplio y mantiene transacciones significativas con empresas de dicho grupo; por lo tanto los resultados que acá se exponen no son necesariamente indicativos de los resultados que hubiera obtenido de no ser así.

Se concluye entonces que la firma posee la organización y el respaldo necesarios para llevar adelante la tarea de administradora fiduciaria de este emprendimiento.

2. Cambium Forestal Uruguay S.A.

Se trata en este caso de la evaluación acerca de su capacidad de ejecutar el proyecto productivo. CARE ha formado su juicio a través de distintas fuentes tal como se comentara detalladamente en el informe de calificación. En la medida que no surjan novedades que ameriten cambiar dicho juicio, no se considera necesario reiterar acá los detalles de aquella evaluación por lo que se hará un seguimiento de su situación económica financiera destacando los aspectos más salientes de su trayectoria como administradora de patrimonios forestales.

Antecedentes

Cambium Forestal Uruguay S.A. es un Operador Forestal Independiente, propiedad de la empresa chilena Cambium S.A., con base en la ciudad de Concepción, Chile formada en el año 2005.

Cambium es responsable de la administración de aproximadamente 30.000 hectáreas forestadas en Chile; 80.000 hectáreas en Uruguay y en vías de administrar 20.000 hás. en Colombia.

En Uruguay, Cambium Forestal Uruguay S.A. está presente desde el año 2007, tiene su oficina matriz en Montevideo y administra la propiedad de cuatro empresas, dedicadas al manejo de plantaciones forestales, tanto con objetivos de madera sólida (Pino tadea y Eucaliptus grandis), como de madera pulpable (Eucaliptus globulus, maidennii y dunnii).

Cambium contrata en Uruguay a CPA Ferrere la función de contabilidad y finanzas y a Ferrere Abogados la función de asesorías legales. Esto significa que su plantilla está integrada esencialmente por técnicos especializados en el sector forestal tercerizando las funciones de apoyo administrativo y legal. Esa especialización abarca tanto a aspectos productivos de la madera, su procesamiento y su comercialización haciendo de Cambium una empresa altamente especializada y focalizada en su misión específica.

Como se comprende, el Administrador está sometido a rigurosos controles, particularmente en lo que refiere a su desempeño productivo, comercial y financiero por parte de sus mandantes que además de ser responsables de una inversión millonaria se encuentran a mucha distancia por lo que confianza y controles son la fórmula utilizada para que el programa funcione. Por otra parte, los montes manejados así como los que se planten en el futuro se encuentran sometidos a las exigencias de la certificación del Forest Stewardship Council, las que suponen obligaciones en materia social, ambiental y productiva.

En tal sentido, Cambium está obligada a emitir para cada una de las empresas para las que trabaja un reporte con periodicidad mensual que se entrega entre dos y tres semanas después de finalizado cada mes.

El reporte contiene información financiera, que es preparada por CPA Ferrere en base a datos suministrados por Cambium e información productiva preparada por el propio Administrador.

Situación económica

En cuanto a la evaluación de la capacidad económica y financiera de Cambium se han recibido los estados contables al 30/6/2016 y su comparativo con el del año anterior conjuntamente con el Informe de Revisión Limitada elaborado por CPA Ferrere, no se ha realizado, en consecuencia, una auditoría por lo que no se emite opinión en ese sentido. Por otra parte, Cambium es una empresa de servicios cuyos movimientos de fondos refieren a ingresos establecidos en contratos de administración de patrimonios forestales de terceros y los costos asociados a dicha actividad y no maneja activos propios de entidad por lo tanto sus estados contables no revisten mayor complejidad.

A continuación se presenta un resumen de sus EE.CC para los tres últimos ejercicios.

CUADRO 6: Cambium, Estado de Situación comparativo

En miles \$	30/6/16	30/6/15	30/6/14
Activo	41.509	43.422	46.718
Activo Corriente	34.773	38.054	42.626
Activo no Corriente	6.736	5.368	4.093
Pasivo	10.061	12.990	15.878
Pasivo Corriente	10.061	12.990	15.878
Pasivo no Corriente			-
Patrimonio	31.449	30.432	30.840
Pasivo y Patrimonio	41.509	43.422	46.718
Razón Corriente	3,46	2,93	2,68

Fuente: EE.CC Cambium con informe de revisión limitada

CUADRO 7: Cambium, Estado Resul. comparativo (en miles de \$)

Concepto	30/6/16	30/6/15	30/6/14
Ingresos Operativos	114.601	105.870	85.321
Costo de los Servicios Prestados	(65.304)	(59.805)	(49.830)
Resultado Bruto	49.298	46.065	35.491
Gastos de Administración y Ventas	(9.705)	(9.617)	(9.559)
Resultado Operativo	39.592	36.448	25.932
Resultados Diversos	310	25	99
Resultados Financieros	2.244	4.084	949
IRAE	(11.374)	(10.801)	(7.413)
Resultado del Ejercicio	30.773	29.756	19.567

Fuente: EE.CC Cambium con informe de revisión limitada

Como puede apreciarse, el ejercicio cerrado en junio de 2016 vuelve a marcar un crecimiento en la facturación que se refleja en un incremento de los resultados.

Al 30 de junio de 2016, Cambium ha integrado a este fideicomiso, CP's por valor de USD 41.050 de los USD 50.000 suscriptos y que se registran como inversiones a largo plazo; por el saldo a integrar, mantiene depósitos bancarios en garantía por USD 9.897. Se considera que el riesgo de que Cambium tenga dificultades financieras para realizar su tarea resulta mínimo; además, se destaca que el desembolso de fondos se realiza sobre la base de un presupuesto aprobado y de acuerdo a reportes de avance del proyecto.

Al cierre de este informe y como se reporta detalladamente en otra sección, el Fideicomiso ha culminado la etapa de inversión en tierra y ha avanzado en la forestación a un ritmo muy superior al programado. El grado de cumplimiento del plan de inversiones es un buen indicador del correcto desempeño del operador.

En conclusión, se mantiene lo expresado anteriormente en el sentido que lo que se le pide a Cambium que haga como administrador de este proyecto, no es más que lo que viene haciendo desde hace años para un área y un monto de inversión muy superior.

Por lo tanto, el riesgo de administración asociado a la gestión de Cambium Forestal Uruguay SA es prácticamente inexistente.

3. El Fideicomiso

El 23 de junio de 2014 se llevó a cabo en la Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A., la colocación de 5.650 Certificados de Participación a ser emitidos por el Fideicomiso por un valor nominal de US\$ 10.000 cada uno.

De la totalidad de dichos certificados, 5.645 fueron adjudicados a beneficiarios institucionales y 5 fueron adjudicados a Cambium Forestal Uruguay S.A., con quienes se celebraron los correspondientes Compromisos de Integración, en los cuales se establecen los montos, plazos y condiciones para la integración de los mismos.

El cronograma de integraciones se viene cumpliendo según lo previsto; en el mes de junio de 2016 se integró el 25,50 % equivalente a USD 14.407.500 quedando pendiente un saldo de 17,90 % en dos veces en los meses de junio y julio de 2017 según se informa en el cuadro siguiente.

Cuadro 8: Cronograma de integración de CP's faltantes

Fecha	%	miles u\$s
Junio 2017	12,40%	7.006,00
Julio 2017	5,50%	3.107,50
Totales	17,90%	10.113,50

Fuente: EE.CC del Fideicomiso

A junio de 2016 se han integrado USD 46.386.500 correspondientes a 4.638 Certificados de Participación escriturales de USD 10.000 cada uno y dos constancias de integración parcial de CP's por USD 6.500.

El estado de situación y resultados del Fideicomiso al 30 de junio de 2016 se expone en los cuadros siguientes.

CUADRO 9: Estado de Situación del Fideicomiso (en miles de u\$s)			
Concepto	30/6/16	31/12/15	31/12/14
Activo	44.961	30.921	16.490
Activo Corriente	14.316	1.445	16.490
Activo no Corriente	30.645	29.476	-
Pasivo	465	430	233
Pasivo Corriente	465	430	233
Pasivo no Corriente	-	-	-
Patrimonio	44.496	30.491	16.257
Pasivo y Patrimonio	44.961	30.921	16.490
Razón Corriente	30,79	3,36	70,77

Fuente: EE.CC del Fideicomiso

En el Activo no Corriente figuran los campos adquiridos incluyendo un área ya forestada; como se sigue el criterio de valuar las plantaciones según costo de producción hasta los tres años de antigüedad, aún no se refleja en los estados contables el valor representativo del crecimiento de los activos biológicos

Cuadro 10: Estado de Resultados del Fideicomiso (en miles de u\$s)		
Concepto	30/6/16	30/6/15
Ingresos Operativos	301	20
Gastos Operativos	(133)	(8)
Gastos de Administración y Ventas	(562)	(352)
Resultado Operativo	(394)	(340)
Resultados Financieros	(49)	(8)
Resultados antes de IRAE	(443)	(348)
IRAE	41	(250)
Resultado del Periodo	(402)	(598)

Fuente: EE.CC del Fideicomiso

Los ingresos operativos refieren a contratos de pastoreo y otras operaciones menores como venta de leña. Estos ingresos son todavía de una cuantía menor, muy por debajo de los costos administrativos por lo que los resultados del período siguen siendo deficitarios. Esto y el hecho que aún no se refleje contablemente el crecimiento biológico de las plantaciones explica que el patrimonio contable sea menor que la integración recibida.

4. Riesgos considerados:

Riesgo jurídico, por incumplimiento de alguna disposición por parte del fiduciario o del administrador. El mismo se encuentra pormenorizadamente analizado y acotado en los contratos analizados.

Riesgo administración, considerando la idoneidad para cumplir con la función de TMF Uruguay AFISA y Cambium. En virtud de todos los análisis practicados incluso in situ; teniendo presente su reputación en el medio en el que actúa; considerando su experiencia previa; considerando de modo especial su compromiso con el proyecto; teniendo presente el seguimiento que hará el fiduciario de aspectos centrales para su desempeño así como el comité de vigilancia con amplias atribuciones; se considera que el riesgo de incumplimiento de la administradora con las responsabilidades del proyecto es prácticamente inexistente.

Riesgo de conflictos, derivado de la posibilidad de juicios capaces de interferir con el mandato recibido y en tanto la existencia de previsiones para enfrentarlos. Por iguales razones que el anterior, resulta poco probable que aun dándose conflictos, el fiduciario y la administradora no pudieran resolverlos a satisfacción del proyecto.

Riesgo por cambio de fiduciario está adecuadamente previsto en los casos correspondientes, que dejan esta posibilidad a los inversores adecuadamente representados.

Riesgo por cambio de operador, se encuentra también previsto en función de diversas contingencias.

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

Según el contrato de Fideicomiso Financiero y el resumen recogido en el prospecto de emisión, el objeto principal del "Fideicomiso Financiero Forestal Montes del Este" será: (a) la emisión de los Certificados de Participación y su suscripción por parte de los Beneficiarios ("Emisión") según términos y condiciones que surgen del Contrato de Fideicomiso y del Documento de Emisión, (b) la implementación del Proyecto Productivo que consiste en un proyecto de inversión para la creación de un patrimonio forestal y la respectiva venta de la madera, y (c) la distribución de los fondos resultantes de tal implementación del Proyecto entre los Titulares, en la forma que se establece en el Contrato de Fideicomiso. Por tanto el patrimonio fiduciario estará constituido por los siguientes bienes y derechos que conforman el presente Fideicomiso: "(i) los montos resultantes de la integración de los Certificados de Participación objeto de la Emisión, (ii) los Inmuebles, Bosques, Madera y las mejoras e inversiones realizadas en ellos, si correspondiere, (iii) los ingresos y/o créditos recibidos o derivados por el Fideicomiso por la venta de los rubros mencionados en el literal (ii), (iv) los derechos y garantías emergentes de los boletos de reserva, compromisos o promesas de compraventa, promesas de enajenación de inmuebles a plazos o transferencias definitivas relativas a los Inmuebles (tanto cuando el Fideicomiso es adquirente como si fuera enajenante), (v) los ingresos y/o derechos de crédito generados en relación a las Actividades Accesorias; (vi) las Inversiones Permitidas y el Resultado de las Inversiones Permitidas, (vii) los fondos existentes en la Cuenta Fiduciaria y Cuenta de Gastos o que correspondan a la Reserva Final; y (viii) cualquier bien o derecho derivado o producido, directa o indirectamente, de los bienes o activos (tangibles o intangibles) antes mencionados (muebles o inmuebles)."

Las proyecciones financieras descritas en el modelo de negocios del prospecto de emisión se mantienen incambiadas debido a que las inversiones y gastos se han ajustado relativamente bien respecto a lo proyectado en el prospecto de emisión. Por tal motivo la TIR esperada se mantiene en los valores proyectados en aquella oportunidad.

1. Evaluación de rentabilidad de la inversión, Tasa Interna de Retorno.

El Proyecto planteado en el prospecto, presentó una TIR estimada de 10,87% como valor esperado, existiendo más del 90% de probabilidad que se ubique en un rango entre 8,4% y 11,5%. Por su parte la TIR estimada del Inversor es 9,48%. Los supuestos con los que se basaron oportunamente las proyecciones, son análogos a los valores al momento de esta actualización; por tanto los nuevos cálculos no difieren significativamente.

Si bien se ha registrado un precio de compra de la tierra superior al presupuestado, lo que redujo el área total a algo menos de 9.000 has, cuando lo presupuestado era de alrededor de 10.000 has, el porcentaje de aprovechamiento es algo mayor, lo que sumado al hecho que se han adquirido campos ya forestados, la superficie plantada va a estar en línea con lo previsto, es decir en 6.000 has. El monto de la inversión en tierra se ubica al cierre de 2016, en un 1% por debajo del previsto, habiendo ya alcanzado la superficie forestal objetivo.

Por otra parte la superficie forestada al cierre del año, como se detalla más adelante, ya supera las 4.000 has planteadas en el proyecto, y todo hace pensar que al cierre del año próximo se completará un área muy similar al total planteado originalmente.

Por lo tanto se entiende que los retornos del flujo de fondos presentados anteriormente continúan siendo válidos, por lo que no resulta pertinente realizar nuevas sensibilizaciones.

2. Costo del capital y Valor Presente Neto del Proyecto

Con el objetivo de testear algunos supuestos introducidos en las proyecciones del plan de negocios presentado, en ocasión de la calificación original 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^{3.}) del presente proyecto.

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^{4.} 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:

$$E(ri) = rf + \beta_{im} (E(rm) - rf) + Erp$$

E(ri) :	Tasa de retorno esperada del capital
rf:	Tasa libre de riesgo
β_{im} :	Riesgo sistemático propio respecto del riesgo de mercado
$(E(rm) - rf)$:	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

A pesar de que el período desde la calificación original, es escaso, se volvió a estimar la tasa de retorno esperado del capital, en la medida que se verificaron cambios en la tasa libre de riesgo y en el riesgo país. Para determinar la tasa libre de riesgo, se utiliza el rendimiento de los bonos del Tesoro norteamericano a diez años (U.S. 10 year Treasury bond) que ha evolucionado a la baja, desde 2,123% en que se situaba en mayo de 2015, a 1,77% en que se situaba al cierre de marzo de 2016, en tanto que a octubre se sitúa en niveles muy similares (1,80%).

³ Weighted Average Cost of Capital

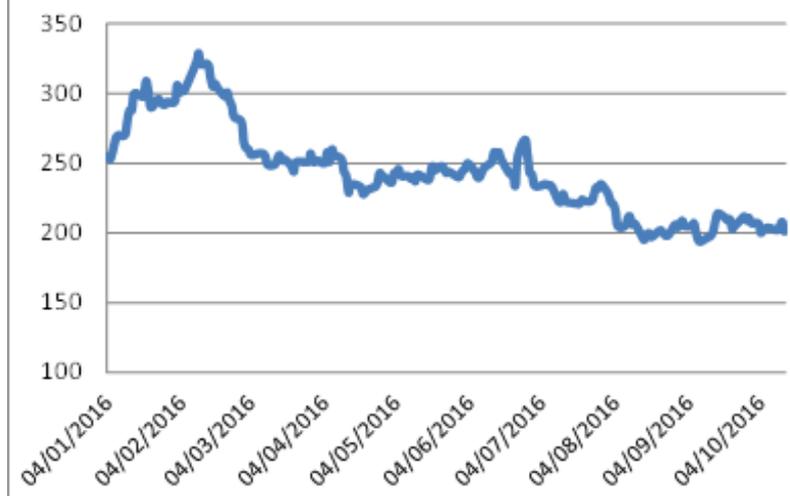
⁴ A. Damodaran, "Estimating Equity Risk Premiums" Stern School of Business

Gráfica 2: Rendimiento del Bono del Tesoro norteamericano a 10



Por su parte el riesgo país, medido a través del índice UBI de República AFAP, se situaba en mayo de 2015, en términos promedio en 175 puntos básicos, se ubicó en 252, puntos básicos a marzo de 2016, y a partir de agosto se ha estabilizado en el entorno de 200 puntos.

Gráfica 3. Uruguay: Ev. tasa de riesgo país UBI. En puntos básicos



Fuente. República AFAP

Se puede apreciar que el $E(r_f)$ resultante, ha ido descendiendo desde el inicio del proyecto, como consecuencia de la baja de la tasa libre de riesgo y el riesgo país, lo que mejora el valor actual neto del flujo .

Aplicando estos valores se llega a una tasa de retorno esperada para el capital del 5,8%. Este valor es sensiblemente inferior a la TIR esperada del inversor en CPs (10.87%), lo que nos indicaría que la tasa prevista para ellos es superior a la teórica. Si bien estas comparaciones no pueden tomarse en sentido estricto, constituyen una referencia que – entre otras- ayuda a conformar un juicio acerca del retorno proyectado de los CPs.

Esto indica que según estas metodologías, la tasa de descuento del proyecto es adecuada y reforzaría los cálculos del retorno del negocio para el inversor.

A continuación se describirán nuevamente los aspectos salientes del período considerado en la actualización y que afectan los ingresos y/o gastos del Fideicomiso.

3. Manejo Económico- Productivo

En este período se ha culminado con prácticamente la totalidad del proceso de compra de los campos, alcanzando a las 8.608 has compradas, de las que 5.933 son plantables, lo que resulta en un coeficiente de aprovechamiento del 69%, nueve puntos por encima del previsto originalmente.

Son 18 establecimientos distribuidos en los departamentos de Cerro Largo, Treinta y Tres, Tacuarembó y Rivera (cuadro 11).

CUADRO 11. Campos adquiridos a octubre de 2016

Período	Denominación	Localidad	Área total	Área plant	.con PF	con PC	sin PF	Precio (USD/ha)	T. (miles USD)	Fecha compra
1° trim. 2015	Lopez Piaggio	Rivera	303	198	280	0		3150	956	19/01/2015
	Fonseca	C. Largo	251	159	103	128		3000	752	26/01/2015
	El Inglés	T. y Tres	775	565	695	13		5035	3.900	20/03/2015
2° trim. 2015	Carbone LL.	T. y Tres	226	147	226	0		2900	655	20/04/2015
	Fontes	T. y Tres	68	50	68	0		3000	205	23/04/2015
	Cambota N	C. Largo	131	85	130	1		2900	380	23/04/2015
	Ferrari	C. Largo	1558	930	1485	81		3000	4.673	27/04/2015
	González C.	Rivera	386	287	294	0		3367	1.300	12/06/2015
3° trim. 2015	Mederos	T. y Tres	97	69	0	97		2900	282	22/07/2015
	Arauj	T. y Tres	600	414	364	236		2900	1.739	13/08/2015
	Enio Selli	C. Largo	369	259	173	197		2950	1.089	19/08/2015
	Godoy	T. y Tres	105	78	95	10		2850	301	21/08/2015
	Uran	T. y Tres	114	77	66	48		2700	309	27/08/2015
4° trim. 2015	Clara Fillat	Tbó	1881	1459	1642	0	246	3390	6.378	01/10/2015
	García	C. Largo	648	406	603	44		2980	1.930	23/10/2015
	Maltes	T. y Tres	914	640	638	211	65	3100	2.834	06/11/2015
	Parrilla	Tbó	31	38	61	0	0	2950	93	17/12/2015
	Rivas	C. Largo	120	74	116	0	4	3583	430	17/12/2015

Fuente: el Fiduciario

Los precios observados revisten valores que se sitúan en el entorno de los 3.288 dólares por hectárea. Esto representa aproximadamente, un 14% de aumento respecto a los proyectados en el prospecto y en las planillas adjuntas a este.

Según el modelo original se estimaba un precio de compra de la superficie total de USD 2.887/ha, con un coeficiente de aprovechamiento de 60%, lo que representa un precio de la hectárea plantable de USD 4.812. El precio real pagado por las 8.609 has compradas al momento es de USD 3.288, pero el coeficiente de aprovechamiento está por encima del estimado originalmente, y se sitúa en 69%; de esta forma el precio resultante por la hectárea plantable es de USD 4.765, es decir, menor en un 1% (cuadro 12).

CUADRO 12. Evaluación del precio

Opción	Precio ha bruta	Aprovech. *	Precio há.**
Proyectado	2.887	60%	4.812
Real	3.288	69%	4.765

* Coef. De Aprovechamiento

** Precio ha plantable resultante

Fuente: elaborado en base a datos del Fiduciario

Pero además debe tenerse en cuenta que entre las fracciones compradas hay tres que tienen un área total de 1198 has de las que están forestadas 811 has, y el precio pagado incluye el valor del monte (cuadro 13).

CUADRO 13. Campos adquiridos con área forestada

Campos	Área forestada (has)				Total
	Área total	* Área p.	Eucaplyp.	Pino	
Lopez Piaggio	303	198	140	35	176
El Inglés	775	565	562	0	562
Rivas	120	74	73	0	73
Total	1.198	837	776	35	811

*Área planteable

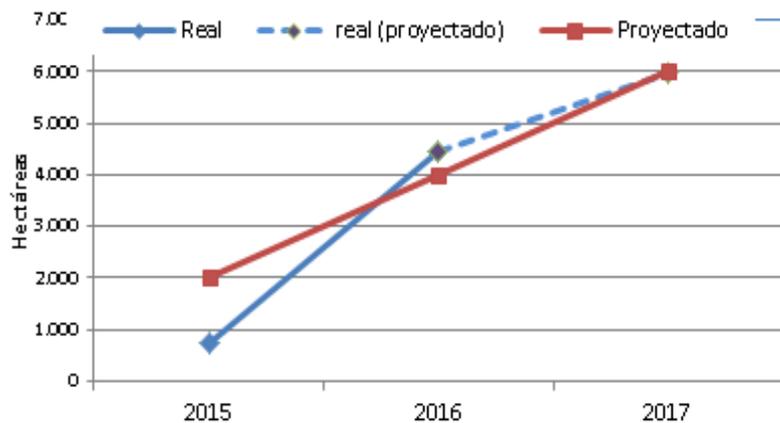
Fuente: el Fiduciario

Esta gestión de compra, tiene más valor si se considera la evolución del precio de la tierra en los últimos años, reportado por DIEA, como se verá en la Sección V, dado que se ha producido un cambio de tendencia en el año 2015, cuando en términos promedio el precio de la hectárea se redujo en aproximadamente un 10%. En el primer semestre de 2016, esta oficina reporta información que sugiere que esa reducción de precios se ha detenido, y puede pensarse en una leve recuperación.

El avance de la plantación, durante el primer año mostró un rezago respecto al proyecto, pero la plantación en 2016 a la fecha ha superado el acumulado previsto para el segundo año (gráfica 2). El proyecto estimaba una superficie anual forestada de 2.000 has, y en el segundo año, ya se han plantado y se han comprado forestadas, 4.456 has. De tal forma que para el próximo ejercicio, alcanzaría con plantar 1.544 has para alcanzar exactamente el área proyectada.

El operador manifiesta que la estrategia productiva de la empresa implica realizar las plantaciones de eucalyptus, en primavera para reducir el riesgo de daños por frío durante el invierno. De esta forma, en la primer primavera (2014), fue cuando se concretaron las primeras compras de campos, y fue imposible avanzar en la plantación (estaba previsto el programa, para comenzar al inicio de ese año pero por diversos motivos la emisión se concretó en junio). Para el 2015, se iniciaron los trámites de las autorizaciones de DINAMA y la Dirección Forestal que demoraron más de lo previsto, y se debió postergar la siembra de algunos campos para la primavera de 2016.

Gráfica 4 Evolución del área plantada



Fuente: elaborado en base a datos del operador

La gestión presupuestal, respecto a lo proyectado muestra un razonable ajuste, donde los principales desvíos, se explican debido a la baja del área a manejar de eucalyptus grandis en el predio El Inglés y a la suspensión de la compra de tierra, que tal vez no sea necesaria dado que el área plantable está en línea con lo proyectado.

En 2016 se han celebrado trece Contratos de Pastoreo entre TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión S.A. y Tialir S.A; el fiduciario reporta el cobro de USD 82.081 por concepto de pastoreos oportunamente acordados, y en línea con lo proyectado. El operador reporta una cifra con una pequeña diferencia.

Riesgos considerados:

Riesgo de generación de flujos. A partir de lo anterior se trata de señalar la capacidad de generar los flujos en el plazo pactado. Considerando que el Fideicomiso viene cumpliendo de forma satisfactoria con el plan de negocios, se considera que existe un riesgo bajo de generación de los flujos.

Riesgo de descalce de monedas. Los ingresos y egresos más relevantes están previstos en la misma moneda, por lo que este riesgo es bajo.

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 al fideicomiso 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.

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 las tres variables que más influyen en el retorno del Proyecto. Estas son: el crecimiento biológico de los árboles, la evolución del precio de la madera y el precio de la tierra.

En esta sección se tendrá en cuenta la situación económica nacional y global y las eventuales modificaciones de política pública que pudieran afectar el curso del Proyecto.

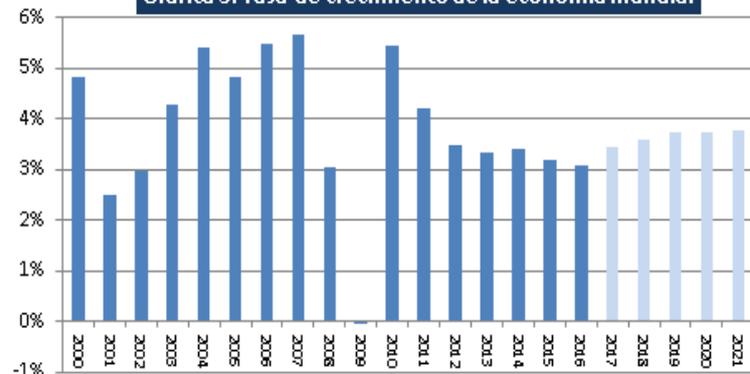
En este sentido, cabe destacar que CARE actualizó los Informes Sectoriales de la Tierra y de la Madera que están disponibles en su página web. De dichos informes se extraen, a los efectos de esta actualización de la calificación, algunos de los conceptos más relevantes.

Los aspectos favorables ya comentados en la calificación se mantienen vigentes en la actualidad tal como se expresa en los correspondientes informes sectoriales ⁵. Se refiere al desempeño biológico y a la evolución esperada de los precios de la tierra y la madera.

Riesgo Económico y de Mercado

En la economía mundial se han suscitado cambios respecto a la situación en que se lanzó la emisión, caracterizados por un enlentecimiento del crecimiento de la economía, y en el comercio en forma más pronunciada, ya mencionados en actualizaciones anteriores.

Gráfica 5. Tasa de crecimiento de la economía mundial



Fuente: F.M.I.

⁵ Puede consultarse en care@care.com.uy

Ese escenario se complementa con políticas monetarias expansivas en las principales economías del mundo, con la excepción de Estados Unidos, que luego de la expansión monetaria en respuesta a la crisis de Lehman Brothers, ha intentado revertir esa política, pero ha encontrado dificultades para ello. Si bien ha finalizado con el “quantitative easing”⁶, la etapa de recompra de títulos de deuda, ha intentado iniciar un proceso de fortalecimiento del dólar en base al incremento de las tasas de interés. Este proceso pautado en sucesivas etapas ha sido obstaculizado por eventos económicos de diversa índole. De todas formas se ha registrado una caída de los precios de las principales commodities, aunque hay señales de que ese proceso estaría llegando a su fin.

Si bien todo ello constituye –como se mencionó más arriba- cambios respecto al escenario cuando se lanzó esta emisión, se entiende que los mismos no alteran el comportamiento proyectado para los mercados en el largo plazo, en especial para los temas más importantes para este fideicomiso. Incluso el FMI estima que luego de 2016, se registrará una paulatina mejora a tasas algo menores que en el pasado

Los factores que se entienden determinantes para el comportamiento futuro de los mercados, tiene mucho en común entre el mercado de la tierra y el de la madera,:

- Los cambios demográficos (aumento del 40% en la población al 2050) y al crecimiento económico, particularmente, en las economías en desarrollo.
- La demanda de biocarburantes, que ejerce una demanda adicional por la tierra y por los recursos forestales.
- El avance de la urbanización, con la consecuente reducción del área agrícola disponible
- Las regulaciones ambientales cada vez más estrictas, excluirán áreas forestadas, en particular, los bosques nativos.
- Las bajas tasas de crecimiento de la productividad agrícola
- Elevada presencia de los fondos institucionales en el sector forestal en América Latina. De hecho Uruguay es el segundo destino después de Brasil, en lo que respecta a inversiones forestales de fondos norteamericanos. La superficie plantada en Uruguay por parte de los fondos superaba las 250.000 hectáreas en el año 2009.

⁶ Es un instrumento de política monetaria no convencional que se utiliza por algunos bancos centrales para aumentar la oferta de dinero, aumentando el exceso de reservas del sistema bancario, por lo general mediante la compra de bonos del propio Gobierno central para estabilizar o aumentar sus precios y con ello reducir las tasas de interés a largo plazo. Se utiliza cuando los métodos de control de la oferta de dinero habituales no brindan los resultados esperados (tasa de interés de descuento o la tasa de interés interbancaria están cerca de cero).

Sobre 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 más del 80% de los retornos de la inversión se explican por el valor de la madera, calculado como el rendimiento físico de los bosques implantados y el precio obtenido por dicha producción.

CARE actualizó un informe sectorial sobre el mercado forestal y una revisión bibliográfica sobre las proyecciones internacionales del precio de la madera. En el mismo se constata que los supuestos son coincidentes con la literatura y los informes de organismos especializados en la materia.

En lo que respecta a Uruguay, el sector forestal se ha multiplicado por 30 en los últimos 30 años. Pasó a ser un referente del comercio internacional del país, así como de la inversión extranjera directa.

La demanda y los precios de los productos forestales se presentan firmes y se proyectan crecientes, según la revisión bibliográfica citada.

La demanda y los precios de los productos forestales se presentan firmes y se proyectan crecientes, según la revisión bibliográfica citada.

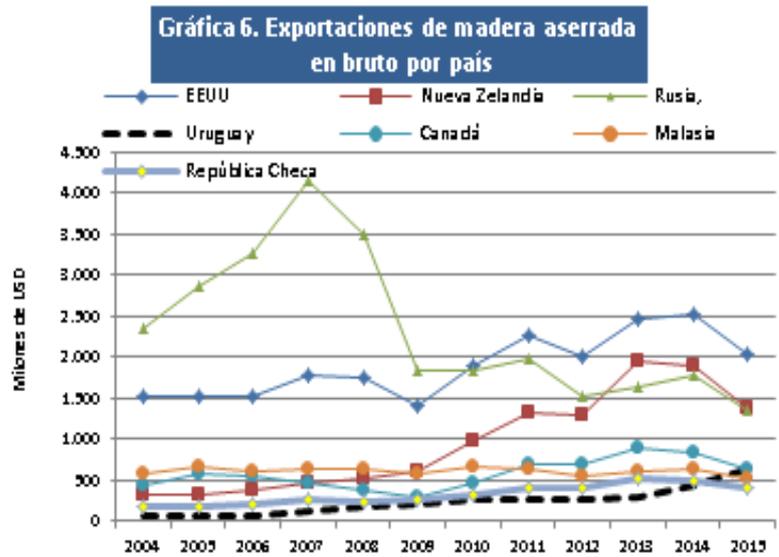
Del Informe Sectorial de la Madera se destaca lo siguiente:

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

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

En el mercado de madera relevante para el proyecto, el de madera en bruto (NCM 4403), Uruguay ha venido ganado protagonismo rápidamente en los últimos años, situándose en 2015 en el quinto puesto en el ranking según el valor de las exportaciones ⁷. El mismo es liderado por Estados Unidos, Nueva Zelandia y Rusia.

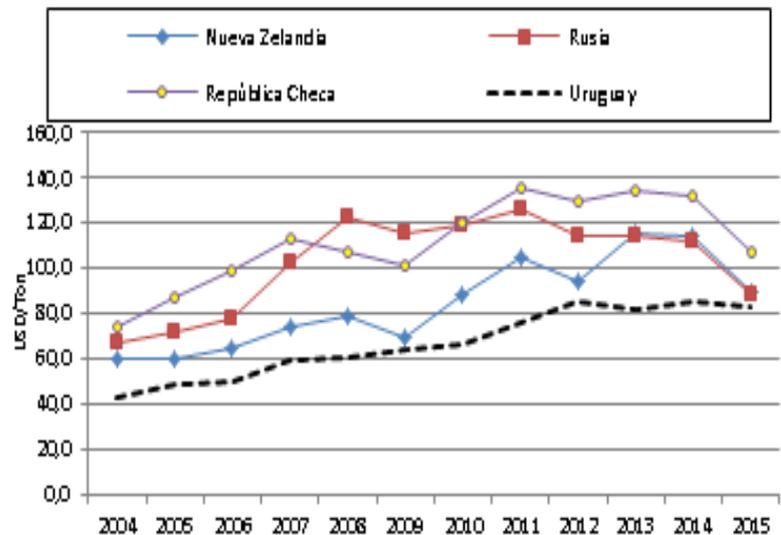
⁷ Base de datos de Trade Map



Fuente: elaborado en base a datos de TradeMap

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

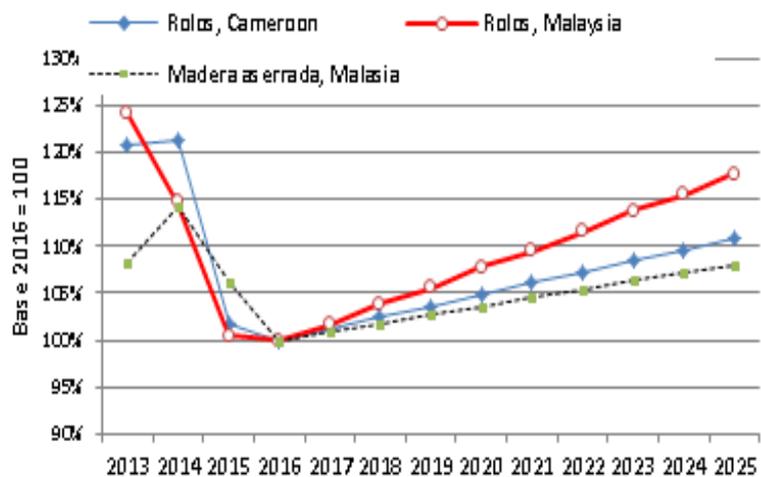
Gráfica 7. Precio de exportación de madera en bruto en algunos países



Fuente: elaborado en base a datos de TradeMap

Por último, las últimas proyecciones presentadas por el Banco Mundial, en abril de 2016, para un período de nueve años, plantean un incremento sostenido de los precios desde 2016 hasta el fin del período, tanto para madera en rolos – con tasas superiores al 1% anual- como para madera aserrada -0.85% anual- (gráfica 8)

Gráfica 8. Proyección del índice de precios de la madera aserrada y en rolos, según el Banco Mundial



Fuente: Banco Mundial, abril de 2016

El precio de la tierra

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

Las perspectivas de demanda internacional por tierra y madera son alentadoras y ubican los precios en niveles crecientes para el corto y mediano plazo. En el Informe Sectorial de la Madera se destaca lo siguiente:

“La oferta de tierras es finita y está amenazada por diversos factores (erosión, urbanización, etc.) mientras que la demanda se presenta como cada vez más creciente. Este contexto hace que la tierra se tienda a valorizar cada vez más y se presente como un adecuado refugio de capitales en busca de activos seguros”

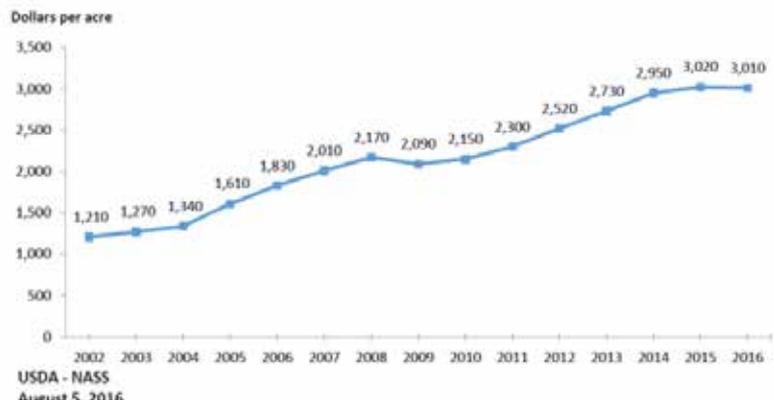
“La coyuntura macro monetaria mundial ha exhibido un importante cambio en la última década configurando un escenario más que propicio para la inversión en tierra. La quiebra de LehmanBrothers y la crisis financiera internacional del 2008 conjuntamente con las políticas de flexibilidad cuantitativa de los principales Bancos Centrales del mundo han generado una externalidad positiva para la inversión en tierras. Si bien esta coyuntura está en proceso de cambio, es probable que el shock negativo que recibirá el precio de la tierra sea de corto plazo y que los factores estructurales (aumento de demanda, innovación,

urbanización, etc.) lo amortigüen.”

El comportamiento del precio de la tierra en Uruguay, ha mostrado una tendencia creciente, con una marcada aceleración desde 2003 en adelante, que se revierte en 2015 y parece mantenerse en 2016, según cifras del primer semestre de este año⁸. Este cambio de tendencia a partir de 2015, es consistente con lo que se verifica en otros países, como Estados Unidos y Brasil.

En lo que respecta, en particular al precio de la tierra en Estados Unidos, éste continúa la fase ascendente hasta 2015 para estabilizarse, en 2016, según cifras preliminares⁹. 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 Volker (véase informe de actualización anterior) y en menor medida, después de la crisis financiera de LehmanBrothers, y en forma muy moderada (véase cuadro 4). Cualquiera de los dos shocks negativos en el nivel de precios, fueron revertidos en pocos años.

Precio promedio de la tierra en Estados Unidos

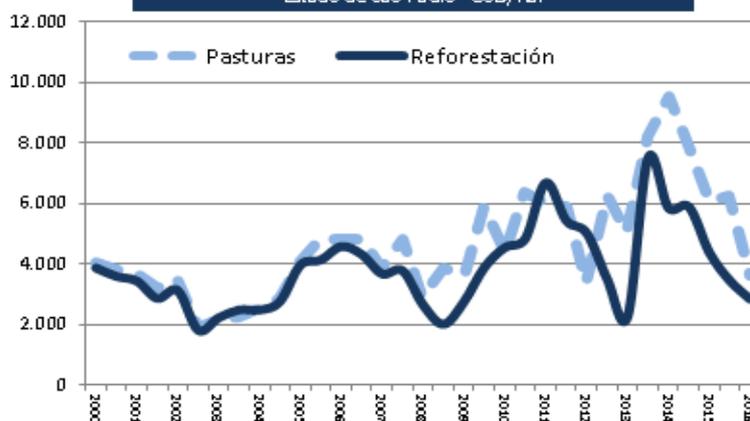


⁸ SERIE “PRECIO DE LA TIERRA”
Compraventas Primer Semestre 2016,
publicado el 19 de septiembre de 2016

⁹ LandValue, Summary 2016. USDA - NASS

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 moneda nacional. Por ello, las fluctuaciones son amplificadas por este efecto. En el año 2014 comenzó una fuerte caída de los precios de la tierra, que hasta mediados de 2016 aún no se ha detenido.

Gráfica 10. Precio de la tierra en Brasil, según destino
Estado de Sao Paulo - USD/ha.



Fuente: Instituto de Economía Agrícola de Sao Paulo

De todas formas, CARE analizó el comportamiento de las tasas promedio de evolución del precio de la tierra en intervalos de diferente cantidad de años, sobre una base de datos que se inicia en 1969. Los datos muestran una muy alta tasa de valorización en términos de dólares corrientes, para todos los intervalos considerados; es de destacar, por el contrario, la marcada caída en la variabilidad a medida que se aumenta el intervalo entre compra y venta. Para el intervalo de veinte años, se registra un desvío standard del 2.5% y un coeficiente de variación del 30% (cuadro 14).

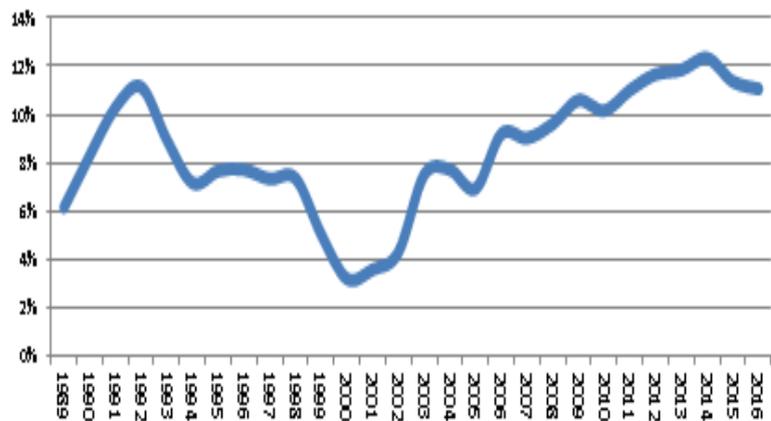
CUADRO 14. Tasas de ev. y variab. precio de la tierra, en difs.

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

Fuente: CARE

La evolución anual de este indicador muestra una tendencia que se atenúa hacia el final del período, pero se mantiene en valores por encima del 10% de crecimiento anual (gráfica 8).

Gráfica 11. Evolución de la tasa de variación promedio anual del precio de la tierra en intervalos de 20 años



Fuente: elaborado en base a datos de DIEA - MGAP

Las políticas públicas, el riesgo político

El gobierno discute con frecuencia diferentes propuestas que pueden afectar el clima de la inversión en tierras o sobre el negocio forestal, si aparecen leyes gravando las extensiones de más de mil o dos mil hectáreas, o si se detiene en alguna medida la inversión de fondos como el proyectado, o si se afectara la inversión extranjera que agrega demanda. Todos estos elementos componen un riesgo político que al momento no puede preverse cómo será su desenlace. En los últimos años, las AFAPs ya han adquirido certificados de participación de inversión de este tipo (proyectos forestales y de tierras) lo que de alguna manera atenúa este riesgo político, y por el momento no se lo considera afectando significativamente el desarrollo del proyecto.

En el mismo sentido, el sistema político en más de 20 años y con las más amplias orientaciones ideológicas, ha creado diversos estímulos con el afán de desarrollar el complejo forestal. El reciente anuncio de la instalación de una nueva planta de celulosa, disminuye el grado de incertidumbre en este sentido.

Otro factor que mitiga el riesgo político es que tanto la especie (eucaliptos grandis) como los ecosistemas elegidos están en sintonía con las disposiciones de política pública. Esto se debe a que el principal destino de la plantación es el de madera de calidad para la industria de aserrado¹⁰, y las tierras elegidas son de aptitud forestal en departamentos donde la forestación cobra una importante dinámica sectorial.

Riesgo de Entorno: En conclusión el riesgo de entorno tanto en lo que refiere a los mercados como a las políticas públicas se considera bajo..

¹⁰. De relativamente reciente reorientación de la política forestal

VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

El dictamen se construye a partir de la asignación de ponderadores y puntajes a los factores de riesgo que integran cada área de riesgo (los títulos, la fiduciaria y la administradora, los activos subyacentes y el flujo de fondos, y el entorno). Dispuestos en una matriz, los indicadores de cada factor en cada área de riesgo, van generando puntajes a juicio del comité calificador que van conformando el puntaje final. Éste se corresponde con una nota de acuerdo al manual de calificación. En la matriz de calificación, las áreas se dividen en factores, y estos en indicadores.

En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos y cuantitativos - tanto los presentados por el estructurador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité de calificación de CARE entiende que los títulos recogen la calificación BBB uy ¹¹. de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.

Comité de Calificación

¹¹. 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.



Julio Preve



Juan Goya



Martín Durán Martínez