

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

| | |
|--------------------------|---|
| 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 Forestal Bosques 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 1,98 millones 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 (capítulo 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 proyecto y el alcance de una rentabilidad mínima que se juzgue aceptable en ocasión de cada recalificación.

CARE Calificadora de Riesgo es una calificadora con registros y manuales aprobados por el Banco Central del Uruguay a partir de abril de 1998. Califica conforme a su metodología oportunamente aprobada por dicha autoridad, seleccionando los profesionales necesarios para integrar en cada caso el comité de calificación, el que juzga en función de sus manuales. Estos, su código de ética, registros y antecedentes se encuentran disponibles en el sitio web: www.care.com.uy así como en el del regulador: www.bcu.gub.uy. El comité de calificación estuvo integrado en este caso por el Cr. Martín Duran, por el Ing. Julio Preve y el Ing. 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 a los 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, 70 y 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 due diligence 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 siguiente² :

- 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 compulsión 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 es EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A (EFAM). Se trata de una sociedad anónima cerrada que tiene por objeto la administración de fondos de inversión y fideicomisos de cualquier naturaleza. Fue inscrita en el Registro Nacional de Comercio el 7 de abril de 2003 con el N° 2014 – 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 inscrita en el Registro de Mercado de Valores del BCU como Fiduciario Financiero.

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

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 Battistessa 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, Ily 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 acompañando 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 há, lo que da una media de 2.500 há por persona, de concretarse esta operación, se cubriría la administración de 130 mil há con 53 personas, esto es, 2.453 há 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 Auditoría con reporte al directorio.
- Se crean la jefatura de inversiones y de portfolio 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:
 - o E. Dumni con destino a pulpa USD 63 por m3.
 - o E. Grandis destino pulpa USD 58-60 por m3, según la planta de celulosa a la que se abastezca.
 - o E. Grandis destino a aserradero USD 32-40 por m3, según el diámetro de los troncos.
 - o E. Grandis destino a exportación USD 60-100 por m3 según diámetro.
 - o Pino con destino a aserradero USD 30-40 por m3.
 - o Pino con destino a exportación USD 43,5-72 por m3
 - o 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 transporte (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

| Var. Costo transporte | Variación precio madera | | | | |
|-----------------------|-------------------------|-------|--------------|-------|--------|
| | -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

| Var. Costo producción | Variación precio madera | | | | |
|-----------------------|-------------------------|-------|--------------|-------|-------|
| | -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 presentado³, 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 (WACC⁴) 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 Damodaran⁵ 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:

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

Donde:

E(ri): Tasa de retorno esperada del capital

β : Riesgo sistemático propio respecto del riesgo de mercado⁶.

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 evaluado⁷

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 mismas 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).

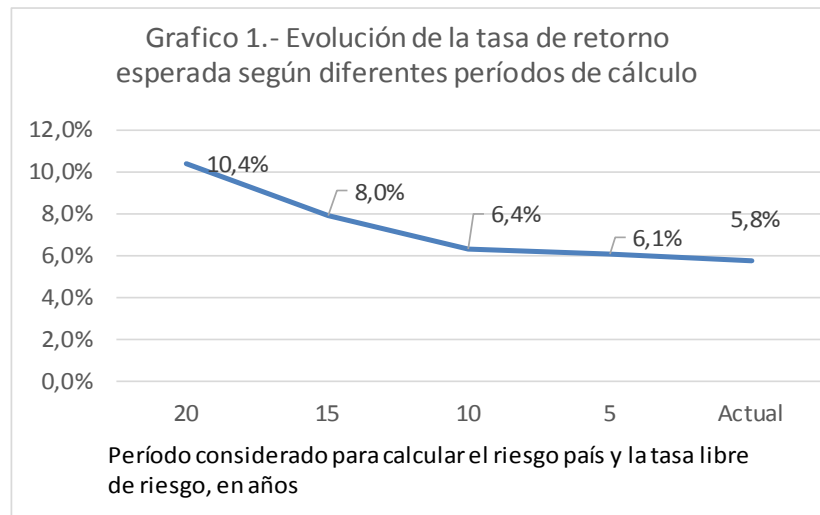
⁵. A. Damodaran, “Estimating Equity Risk Premiums” Stern School of Business.

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.



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 donde están presentes importantes firmas en la producción primaria, en los servicios a la producción, en la producción industrial, en el sector logístico y en el comercio exterior.

Asimismo, en lo que respecta a los riesgos biológicos, las especies elegidas presentan una adecuada performance en los ecosistemas elegidos y las patologías de estas son conocidas. No obstante, por tratarse de un proyecto de largo plazo, si las especies presentaran problemas biológicos en el futuro, en el país y en la región existe una importante dotación de recursos humanos calificados en lo que respecta a la Investigación básica y aplicada adecuada tanto en la órbita del Instituto Nacional de Investigación Agropecuaria como en la Universidad de la República (básicamente Facultad de Agronomía y Facultad de Ciencias).

Riesgo de Generación de Flujos: *considerando las variables de gestión, las biológicas y las físicas así como las variables económicas y financieras recogidas en el análisis de sensibilidad; se concluye que el riesgo de generación de flujos es mínimo.*

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 biomásas 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 cuadruplican 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 el 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).

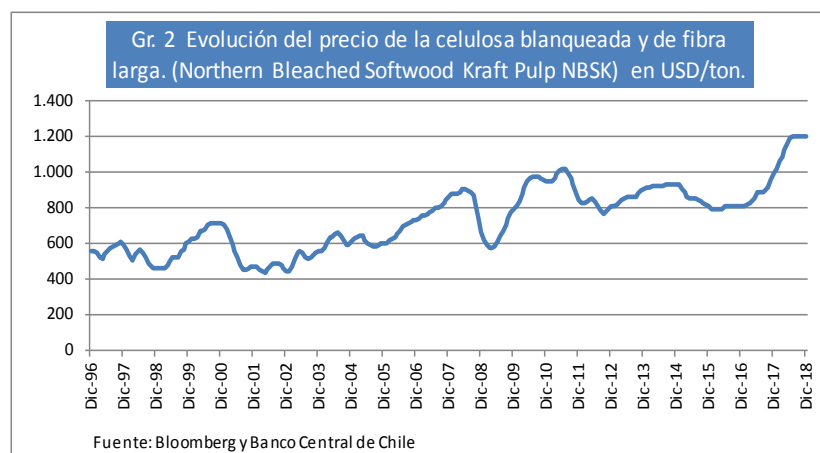
La tendencia de largo plazo esperada para los precios de la madera indica que debería ser creciente, y ello se sustenta en el hecho de que la demanda crecerá de la mano del incremento de la población mundial y del crecimiento económico de los países emergentes. Ese incremento de la demanda enfrenta una 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.

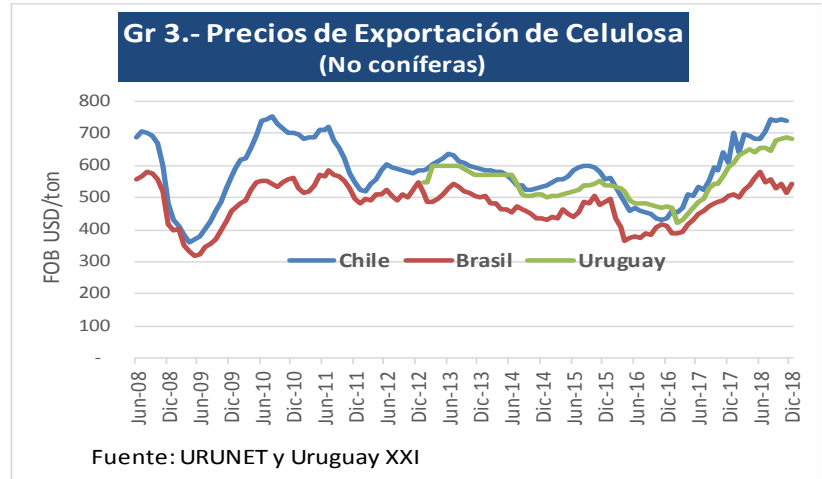
Los precios de la celulosa se encuentran en niveles récord; en Europa el precio de la tonelada de pulpa de fibra larga (coníferas NBSK⁸), ha superado los mil dólares ubicándose en la actualidad en el entorno de USD 1.200. En China, principal mercado de pulpa (con el 35% de la demanda) la celulosa NBSK alcanzó los USD 875 por tonelada.



⁸. Northern Bleached Softwood Kraft. Pulpa de celulosa blanqueada de fibra larga

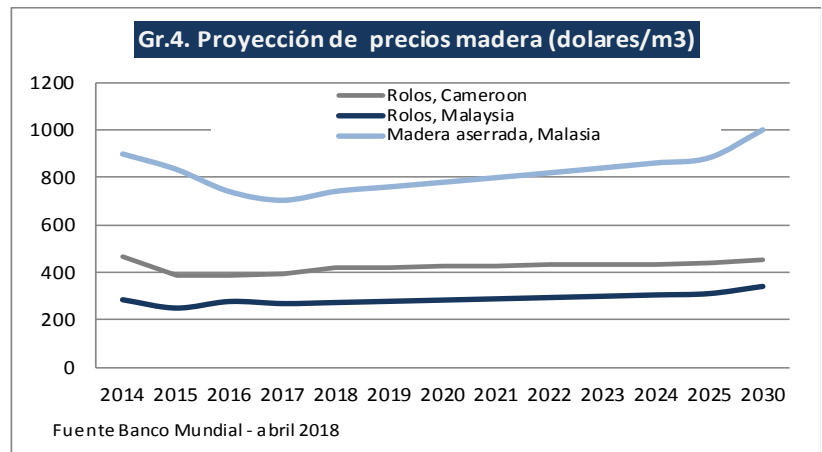
Desde principios del 2017 el precio de la celulosa ha mostrado un aumento muy importante como consecuencia de que el incremento de la demanda supera a la oferta y los stocks se mantienen en niveles bajos. Estos aumentos en los precios internacionales fueron recogidos por las exportaciones locales y regionales 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.



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.



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 eucalipto)

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.).

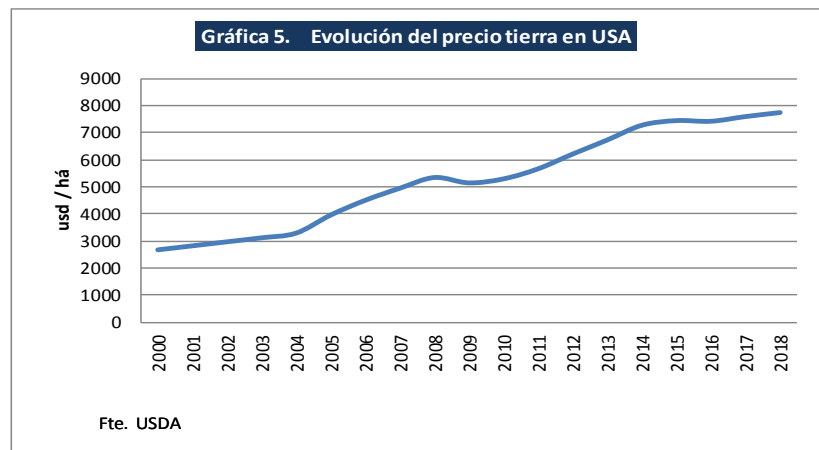
• El precio de la tierra

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

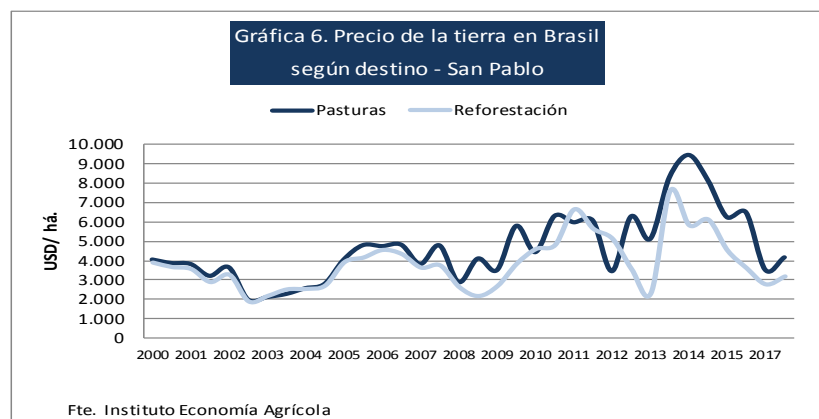
número de operaciones; según reporta la Dirección de Estadísticas Agropecuarias del MGAP para el promedio de las operaciones en todo el país.

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.

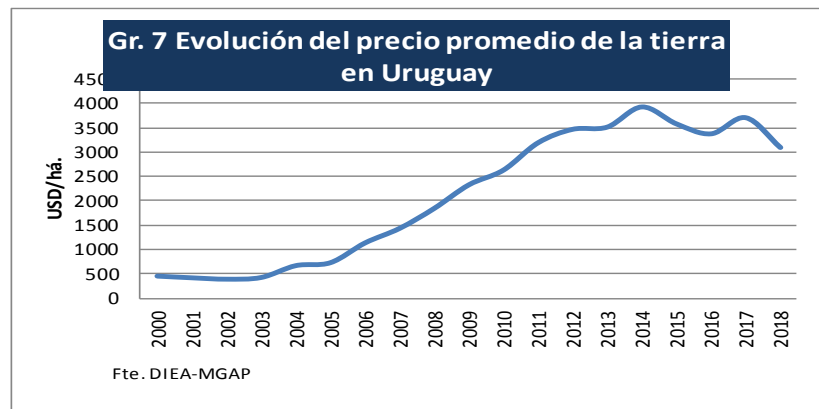


En Argentina, el precio de la tierra agrícola (de muy buena calidad), aumentó desde 1956 (USD 557 la Ha.) a enero de 2008 (USD 10.000 la Ha.) a un ritmo promedio de 3,5% acumulativo anual en términos reales, o sea descontando la inflación del dólar. Dicho crecimiento continuó hasta fines del 2011 (con 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 2004 y 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 un 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.

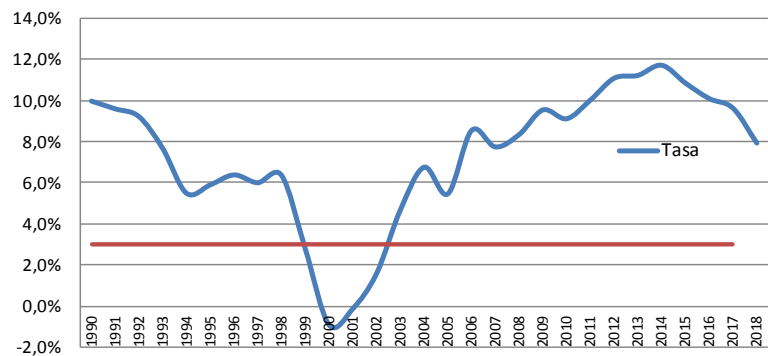
Para ello CARE analizó con la información de los precios de la tierra (en dólares corrientes) de una serie de 48 años (1970 a 2018) la variación anual en períodos de 20 años, en donde se observa lo siguiente:

- 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.

Gr. 8 Tasa variación promedio anual precio de la tierra en períodos de 20 años - Uruguay



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. Julio Fleve



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrian Tamber

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 compulsión 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 provisiones de gastos e inversiones a realizar en los próximos ejercicios económicos que sean determinadas de acuerdo al informe elaborado por el Administrador a tales efectos. El importe resultante, no podrá superar los resultados contables acumulados del Fideicomiso a dicho Cierre de Ejercicio”* (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 suscritos 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 anexo 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 su 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.-



Dr. Leandro Rama