

**CALIFICACIÓN DE RIESGO DE
CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN
EN EL DOMINIO FIDUCIARIO DEL
“FIDEICOMISO FINANCIERO
FORESTAL BOSQUES DE LAS
SERRANÍAS”**

Montevideo, mayo de 2020

4	RESUMEN GENERAL
6	I INTRODUCCION
10	II EL FIDECOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACION
12	III LA ADMINISTRACION
18	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS
23	V EL ENTORNO
31	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO
	ANEXO I INFORME JURIDICO

Calificación Emisión de Oferta Pública 7- mayo - 2020

Denominación:	Fideicomiso Financiero Forestal Bosques de las Serranías.
Fiduciario:	EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.
Administrador:	Maderas del Uruguay 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 SA (BEVSA).
Títulos a emitir:	Certificados de participación
Moneda:	Dólares americanos
Importe de la emisión:	USD 67.000.000
Distribuciones:	Toda vez que existan Fondos Netos Distribuibles, o a la venta de activos o por la distribución final de Fondos Netos Remanentes
Activos del Fideicomiso:	Compra y/o arrendamiento de inmuebles rurales para el posterior desarrollo de la actividad silvícola.
Vigencia:	hasta el 30 de abril de 2021, siempre que se emita antes de 180 días.
Plazo:	22 años a partir de la inscripción de los valores en el registro del Mercado de Valores del BCU, pudiendo extenderse hasta el límite legal.
Calificación de Riesgo:	BBB.uy ¹
Manual Utilizado:	Manual de Calificación de Finanzas estructuradas administradas por terceros

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

Resumen General

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

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

- Un negocio que consiste en la creación de un patrimonio forestal ubicado en el sureste del país, mediante la compra de aproximadamente 11.000 ha de tierras totales para forestar un 58% y 6.000 ha efectivas de tierras para forestar bajo contratos de arrendamientos. La especie elegida principalmente es *Eucaliptus Smithii* que se manejará para la producción de madera (astillas y rolos) destinadas a producir pulpa de celulosa.
- 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).
- Al tratarse de un proyecto a largo plazo para la maduración de las inversiones, y al depender esta maduración crucialmente de operaciones realizadas al comienzo del mismo, se incluyó el compromiso especial de monitoreo de hechos que ponderan fuertemente la gestión de la administración: la compra de tierra, la evolución de las plantaciones, del prendimiento de las mismas y del Incremento Medio anual (IMA) (capítulo 6 del Contrato de Administración). Asimismo se considerarán porcentajes mínimos de avance del proyecto en los primeros años para condicionar, salvo razones de fuerza mayor, la nota a través de esta evaluación determinante del desempeño del fideicomiso.
- De modo especial se ha evaluado la capacidad de gestión de la empresa Administradora del proyecto Maderas del Uruguay S.A., y sus dos socias Comercializadora Grupo Forestal S.A. y Foresur G.I.E. Las empresas poseen una sólida reputación nacional e internacional en este sentido, con clientes de primera línea, y se someten a diversos controles de gestión.
- Un negocio que desde el punto de vista económico financiero para el inversor soporta los stresses ajenos al mismo a los que razonablemente la emisora ha sometido el proyecto.
- Un proyecto que desde el punto de vista físico y económico supera en el mismo sentido que en el punto anterior, diversas pruebas; y que al mismo tiempo se destaca por el nivel de cobertura de múltiples variables consideradas.
- Los supuestos utilizados en proyecto (IMA, precios de la madera, costos, tasas de evolución, etc.) son consistentes con otros proyectos forestales de oferta pública calificados por CARE.
- CARE a su vez, realizó diversas sensibilizaciones adicionales consistentes con lo anterior que se detallan en la Sección IV

- Se destaca la alineación de incentivos entre el Fideicomiso y el Administrador ya que este último se compromete a adquirir Certificados de Participación (CPS) por el 8% del total de la emisión.
- El precio de la celulosa ha descendido fuertemente durante 2019 luego de un incremento muy importante en 2018, pero se mantuvo estable el volumen de exportaciones uruguayas. Por su parte el mercado de exportación de madera aserrada y rolliza de pino, enfrenta una demanda muy deprimida y reducciones importantes en los precios. Esta coyuntura desfavorable para todos los productos forestales, se explica en gran medida por la guerra comercial entre Estados Unidos y China, sumado a un sobre stock en este último país. No obstante, no existen elementos para suponer que en el largo plazo esta situación se mantenga, ya que se espera que continúe el crecimiento en la demanda. Del mismo modo, en diciembre 2019 se informó sobre la aparición de una nueva cepa de coronavirus (COVID-19). Dicho virus se ha propagado en nuestra región, afectando notoriamente la actividad económica. A la fecha de redacción de este informe no es posible estimar el impacto que estos hechos tendrían más allá de la coyuntura. No obstante se parte de la base de que la crisis derivada del coronavirus se resolvería en algunos meses y luego los mercados volverían razonablemente a la normalidad. En la Sección V se actualiza la información y se profundiza sobre 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 de las Serranías".

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 TIRs 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. 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 Martín Duran Martinez, Julio Preve y Adrián Tamber. Asimismo CARE contrató los servicios del Dr. Leandro Rama, cuyo informe se adjunta en el 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

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 67.000.000 (sesenta y siete millones de dólares estadounidenses).

El Fideicomiso Financiero Forestal Bosques de las Serranías tiene como objetivo proveer a los inversores retornos a largo plazo logrados esencialmente a través de la ejecución de un proyecto forestal basado en principios de sustentabilidad económica, social y ambiental

El Fideicomiso se mantendrá vigente y válido por un plazo de 22 años contados a partir de la inscripción de los valores en el registro de Mercado de Valores del BCU, pudiendo extenderse hasta el límite legal de 30 años (8 años más), para lo cual será necesario contar con la previa aprobación de la Mayoría Especial de Titulares

Las principales características del proyecto son:

- Estructuración de una opción de inversión a largo plazo para el desarrollo de una masa forestal sostenible, mediante la adquisición de inmuebles rurales (compra de inmuebles) y arrendamientos; y la comercialización de madera para pulpa de celulosa (astillas o rolos) principalmente en el exterior.
- Administración a cargo de Maderas del Uruguay S.A. (MADELUR) , integrada por Comercializadora Grupo Forestal S.A. y Foresur G.I.E., empresas con probada habilidad en la administración de patrimonios forestales, comercialización y exportación de madera (rolos y astillas).
- Por otra parte el Administrador refuerza el compromiso con el proyecto con la adquisición de certificados de participación, por el 8% de la emisión (un máximo de 5.350.000 dólares).
- La inversión será destinada a la creación de un patrimonio forestal, mediante la compra de aproximadamente 11.000 ha de tierras totales y 6.000 ha efectivas de tierras para forestar bajo contratos de arrendamientos. La ubicación del proyecto será en la zona sureste, en los departamentos de Lavalleja, Maldonado, Rocha, Treinta y Tres, Florida y Canelones.
- Se forestará con las especies: Eucaliptus smithii (principalmente) y Eucaliptus dunnii, se realizarán dos turnos de cosecha, manejadas para la producción de madera pulpable para la industria de la celulosa, con destino la comercialización en el mercado uruguayo e internacional. Se forestará aproximadamente el 58% de la superficie de los campos comprados para alcanzar a las 6.380 hectáreas de bosques. Asimismo se arrendarán para plantar 6.000 hectáreas efectivas, por lo que la superficie total de bosques a explotar será de 12.380 hectáreas.

- El E. Smithii que se plantará en el 90% de la superficie de los campos propios y en el 100% de los arrendados es la especie que viene a sustituir el E. Globulus en el sur del país, ya que este último viene mostrando problemas sanitarios crecientes. El E. Smithii tiene muy buen rendimiento pulpable, muy buena adaptación a los suelos y el clima del sur del país, un muy buen IMA y una muy buena demanda comercial. Las empresas vinculadas al Administrador ya lo vienen plantando y estarían probadas sus ventajas.
- Las inversiones del proyecto están constituidas fundamentalmente por la compra de tierras y la implantación de los bosques (74%)

CUADRO 1. Necesidades de inversión en los primeros 9 años

Concepto	MM de USD	%
Compra Campos	33	49%
Plantación y otras inversiones	17	25%
Costos Operativos	16	24%
Impuestos	1	1%
Costo de Estructuración	2	3%
Intereses ganados e ingresos	-2	-3%
Inversión Total	67	100%

Fuente: el prospecto

- El proyecto está diseñado para que se haga la plantación de las 12.360 hectáreas de los bosques en tres años, estimando la primera tala rasa en el año 9 y la segunda producto del manejo de los rebrotes a partir del año 18. La producción esperada total de madera pulpable sería de 5,2 millones de m3, en los dos turnos de cosecha.
- Los supuestos utilizados en el proyecto (IMA, precios de la madera, tasas de evolución, etc.) son consistentes con otros proyectos forestales de oferta pública calificados por CARE.
- Al cierre del proyecto el ingreso total estimado por ventas a valores actuales descontados a un 5% durante 20 años, corresponderá en un 86% a la venta de madera, un 13% a la venta de la tierra al final del proyecto, y 1% a ingresos por pastoreo.

CUADRO 2. Ingresos brutos esperados descontados al 5% anual.

Ingresos	Miles USD	%
Venta de madera para pulpa	186.035.174	86%
Venta de tierras	29.333.361	13%
Ingresos por pastoreo	2.029.066	1%
Total	217.397.600	100%

Fuente: CARE

- Según el Prospecto de emisión, para la situación de base, la TIR del proyecto para el inversor se ubicaría en 10,03%; y la del proyecto en 10,38%. Si bien esa TIR fue estimada sobre la base de supuestos razonables, CARE sensibilizó el flujo suponiendo situaciones menos favorables en la evolución de los precios de la madera y de la tierra. Esta sensibilización se presenta en la Sección IV.

3. Información analizada y procedimientos operativos

La información analizada fue la siguiente² :

- Prospecto de emisión
- Contrato de fideicomiso
- Contrato de administración
- Documento de emisión
- Estados Contables de Maderas del Uruguay SA, al 31 de diciembre de 2019 con informe de auditoría.
- Estados Contables del Fiduciario al 31/12/2019.
- Entrevistas con personal superior de Maderas del Uruguay SA, Comercializadora Grupo Forestal SA y Foresur G.I.E, y con informantes calificados.
- Informe jurídico (Anexo I)
- Información Sectorial sobre el Mercado Forestal y de la madera, incluyendo trabajos específicos sobre el Eucaliptus Smithii

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 Maderas del Uruguay y sus empresas socias.
- 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.

². CARE debe recibir aún documentos definitivos.

II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

Se ofrecerán en oferta pública certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero Forestal Bosques de las Serranías, 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 de las Serranías

Fiduciario: EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.

Administrador: Maderas del Uruguay 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.

Títulos a emitir: Certificados de participación escriturales

Activos del Fideicomiso: El Fiduciario invertirá tanto en la compra como arrendamiento de inmuebles rurales para el posterior desarrollo de la actividad silvícola, para que integren el patrimonio del Fideicomiso.

Moneda: Dolares americanos

Importe de la Emisión: USD 67.000.000

Distribuciones: Toda vez que existan Fondos Netos Distribuibles luego de cada Cierre de Ejercicio, o al procederse a la venta de los Activos del Fideicomiso o por la distribución final de Fondos Netos Remanentes (a partir del año 10).

Calificación de Riesgo: BBB (uy)

2. El análisis jurídico

El análisis jurídico del Dr. Leandro Rama se agrega en el Anexo I ("Fideicomiso Financiero Forestal Bosques de las Serranías". 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, la legitimación de las partes, etc.

Del mismo se transcriben algunos párrafos más destacados. Por ejemplo sobre la estructura señala:

... Se puede adelantar, como concepto general 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.

Específicamente sobre el contrato de fideicomiso señala:

... 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)

Más adelante se analizan las contingencias jurídicas, entre otras cosas los requisitos normativos para la formación válida y eficaz del Contrato, la legitimidad de las partes, las obligaciones que asumen las partes.

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, se concluye que el riesgo jurídico de estructura se considera prácticamente inexistente. *Riesgo casi nulo.*

Riesgo por iliquidez. Los certificados se han diseñado para ser líquidos. Por este motivo, la liquidez puede considerarse adecuada dadas las características del mercado uruguayo. No obstante este proceso no es instantáneo, puede llevar un tiempo difícil de determinar. El riesgo es moderado. *Riesgo 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 Maderas del Uruguay S.A (MADELUR) en su calidad de administrador y organizador:

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

Integran su Directorio; Diego Rodríguez Castagno, en calidad de Presidente y Nelson Mendiburu Battistessa, como Vicepresidente.

Situación económica y financiera

El análisis de los EE.CC intermedios al 31 de diciembre de 2019 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	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017
Activo Corriente	16.842	9.167	9.391
Activo no Corriente	176.772	95.074	81.968
Total Activo	193.613	104.240	91.360
Pasivo Corriente	22.132	14.368	13.068
Pasivo no Corriente	140.738	63.040	52.817
Total Pasivo	162.870	77.408	65.885
Patrimonio	30.743	26.832	25.474
Total Pasivo y Patrimonio	193.613	104.240	91.360
Razon Corriente	0,76	0,64	0,72

Fuente: EE.CC EFAM

Los resultados de la firma a diciembre de 2019 muestran un incremento importante respecto al mismo periodo del año anterior, explicado principalmente por resultados financieros positivos.

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

Concepto	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017
Ingresos Operativos	48.081	45.176	38.189
Gastos Adm. y Vtas.	(43.595)	(41.745)	(33.804)
Resultado Operativo	4.486	3.431	4.385
Resultados Financieros	2.484	(682)	(1.647)
Resultados antes de impuestos	6.970	2.749	2.738
IRAE	(2.586)	(1.120)	(1.040)
Resultado del período	4.384	1.629	1.699
Res Operativos/Ingresos	9,33%	7,59%	11,48%
Res Ejercicio/Ingresos	9,12%	3,61%	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. El Administrador: Maderas del Uruguay S.A (MADELUR)

En el análisis de la empresa administradora se tuvo en cuenta la información surgida de distintas fuentes: prospecto informativo; entrevistas con los principales de la firma y empresas asociadas así como con informantes calificados.

Estructura del grupo y antecedentes

Maderas del Uruguay S.A. (MADELUR), es una sociedad comercial, creada a principios del 2003 por Comercializadora Grupo Forestal S.A. y Foresur G.I.E, con la finalidad de presentarse como una única empresa en sus negocios en el exterior. Su participación social es del 50 % cada una.

De acuerdo a lo anterior, MADELUR fue concebida por sus empresas asociadas de forma de aumentar la escala de producción maderera exportable y así lograr mayor eficiencia comercial. De esta forma, la firma comercializa unos 940 mil metros cúbicos sólidos, producto de la explotación de unas 40 mil há. gestionadas por el grupo. Su objetivo, entonces, es generar el mayor valor posible a sus proveedores de madera (las empresas socias) lo que

explica que en sus EE.CC se pueda observar un importante nivel de ingresos operativos (USD 57 millones en 2019) y relativamente bajos resultados finales al cierre del ejercicio, así como un nivel patrimonial propio de una empresa comercializadora, sin activos de importancia.

En tanto empresas controlantes, ambas socias son quienes llevarán adelante la ejecución del Plan de Negocios. Más aún, el Prospecto explicita que: *“Ambas empresas (Foresur G.I.E. y Comercializadora Grupo Forestal SA) han decidido dar un nuevo paso y estructurar un proyecto forestal bajo la herramienta del fideicomiso financiero, para así aumentar su masa forestal y posicionarse con mayor fuerza en el mercado interno e internacional”*. Es decir, se presenta esta operativa como un paso similar a los ya tomados anteriormente, tanto en la creación de una empresa comercializadora (Madelur) como en la creación de una empresa chipeadora (Chipper SA).

No obstante lo anterior, debe tenerse en cuenta que es únicamente MADELUR quien se vincula jurídicamente con el Fideicomiso asumiendo el rol de Administrador. Este aspecto fue analizado por el asesor jurídico de CARE, concluyendo que, *“teniendo presente las normas de los artículos 48, 49, 50 y relacionadas de la Ley 16.060 sobre la vinculación y control societario, no hay ningún reparo jurídico sobre la capacidad y poder normativo negocial de MADELUR para obligarse en forma válida y eficaz en la estructura de marras”* (Ver Anexo 1).

Reforzando lo antedicho, se informa que en el Directorio de Madelur están representados los dos grupos de accionistas; el mismo cuenta con seis miembros, tres por cada grupo.

El Grupo A (Comercializadora Grupo Forestal S.A), está representado por Alberto Rodríguez, José Luis Soler y Pedro Andrighetti.

El Grupo B (Foresur GIE) está representado por Gerardo Barrios, Pablo Bidegain y Joaquín Olaso Carrasco.

Alberto Rodríguez, Gerardo Barrios y Pablo Bidegain, están identificados como el personal clave en la dirección ejecutiva.

Una breve síntesis de los antecedentes de los mencionados profesionales se resume a continuación así como de las empresas controladoras. En ambos casos, por una mayor información, se puede consultar el Prospecto Informativo.

- **Alberto Rodríguez** es Ingeniero Agrónomo, egresado de la Universidad de la República (1974), con un post grado (Ms.Sc) en la Universidad de New South Wales, Australia (1987). A partir del año 1992, es responsable del desarrollo de varios proyectos forestales, principalmente de capitales chilenos. Para desarrollar estos proyectos se adquirieron alrededor de 50.000 hás de tierras y se plantaron efectivamente alrededor de 30.000 ha de bosques, todas bajo su supervisión. Actualmente es Director de Maderas del Uruguay S.A., Director Ejecutivo de Comercializadora Grupo Forestal S.A., Director de Chipper S.A. y Gran Establecimiento S.A. Es miembro de la Comisión Directiva de la Sociedad de Productores Forestales del Uruguay.

- **Gerardo Barrios** es Escribano Público, egresado de la Universidad de la República (1982). En el año 1984 ingresa al Directorio del Frigorífico San Jacinto, y se encarga del desarrollo forestal, adquiriendo tierras y plantando en el entorno de 2.000 ha del género Eucaliptus con destino a leña, para abastecer la caldera del frigorífico. En el año 1992, junto a otros productores, crea Foresur G.I.E., con la visión de exportar las maderas propiedad de esos socios y otros que se fueran incorporando al sistema, cosa que empieza a ocurrir en 1994 con la salida de un primer barco a Noruega. Actualmente es Director de Maderas del Uruguay S.A, Director de Foresur G.I.E, Chipper S.A., Gran Establecimiento S.A. Fue presidente en tres oportunidades de la Sociedad de Productores Forestales del Uruguay donde actualmente es miembro de la Comisión Directiva.
- **Pablo Bidegain** egresado de la Facultad de Ciencias Económicas y Administración de la Universidad de la República (2007). Es Director de Maderas del Uruguay S.A., Director Ejecutivo de Foresur G.I.E., Director de Chipper S.A, e integra el órgano ejecutivo de Gran Establecimiento S.A. Responsable de la Gerencia General de Foresur G.I.E, desde el 2010 integra el órgano executor de la gestión comercial y financiera de la compañía.

En cuanto a las empresas controladoras:

- **Foresur G.I.E.**

Fue creada en 1992 con la finalidad de comercializar madera para pulpa de celulosa de sus socios en el mercado internacional. En el marco de sus objetivos, asesora y administra emprendimientos forestales y brinda servicios silvícolas y de protección forestal.

Como su nombre lo indica, adopta la forma de Grupo de Interés Económico (GIE), forma jurídica regulada por el artículo 489 de la Ley de Sociedades Comerciales número 16.060 de 1989. Se trata básicamente de un contrato, entre personas físicas o jurídicas, con la finalidad de facilitar o desarrollar la actividad económica de sus miembros. Se diferencia de las demás sociedades comerciales en que no se requieren aportes de sus miembros ni, en consecuencia, hay participación en las ganancias y pérdidas.

Cuenta a la fecha con más de 80 productores miembros del sur este del país (misma región que planea instalarse esta operación) que explotan en total unas 23.000 hás.

Su Presidente es el Esc. Gerardo Barrios y su Vicepresidente y Gerente General, el Cr. Pablo Bidegain.

- **Comercializadora Grupo Forestal S.A.**

Fue creada en 2003 con la finalidad de comercializar la madera de los bosques que han plantado sus accionistas (de origen chileno) a partir del año 1993. Actualmente es propietaria de unas 14.000 hás. forestadas, también en el sur este del país.

Es su Director Ejecutivo el Ing. Agr. Alberto Rodríguez y su Director Forestal el Ing. Agr. Thomas Coubrough.

- **Chipper S.A.**

Es una planta de astillado creada en 2003 que, si bien no es formalmente parte de Madelur, es propiedad del mismo grupo empresarial. Cuenta con una capacidad de chipeado de 850.000 mcs al año (equivalente a 20 barcos) y se constituye en una alternativa muy importante para el negocio, puesto que permite acondicionar la madera para su posterior embarque y exportación.

...En definitiva, el grupo empresarial cuenta con un equipo multidisciplinario compuesto por 70 personas en calidad de personal directo y en conjunto, la facturación anual de productos forestales (bajo la modalidad de rolos o chips) supera los USD 70 millones en promedio para los últimos 5 años.

En cuanto a su solvencia económica, según se puede apreciar en los EE.CC de la firma al 31/12/19, que cuenta con informe de auditoría independiente y que CARE tuvo a la vista, no ofrece dificultades.

De lo expuesto, surge claramente la fortaleza del grupo en todas las facetas del negocio planteado (producción y comercialización) por lo que no se advierten riesgos en este sentido.

Cabe agregar, además, que como es de estilo en este tipo de operaciones, a la idoneidad del operador se suma la idoneidad del Fiduciario, la garantía propia de la estructura del Fideicomiso desde el punto de vista de la propiedad patrimonial así como de la estructura de gobernanza que disciplina la actividad del operador previendo incluso la posibilidad de su relevo en caso de incumplimiento según se estipula en los contratos respectivos.

Por otra parte, es de destacar el compromiso asumido por el Administrador al asegurar la suscripción en firme del 8% del importe de la emisión con un tope de USD 5.360.000.

3. El Fideicomso

El objeto del fideicomiso, según contrato (aún no firmado) es la constitución de un patrimonio de afectación autónomo, mediante la emisión de Certificados de Participación (CP's escriturales y de oferta pública), de acuerdo al artículo 25 de la Ley 17.703, las pautas establecidas en el Prospecto Informativo y en el Contrato de Fideicomiso Financiero (el Contrato). La emisión tendrá un tope de USD 67.000.000 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 forestal según Plan de Negocios.

Una vez adjudicados todos los CP's suscriptos habrá una primera integración equivalente al 3% de lo adjudicado y en forma inmediata (al día siguiente al cierre del período de suscripción). Hacia el futuro se establece un procedimiento de integración diferido, a requerimiento del Fiduciario, debiendo completarse la integración en el plazo de 5 años de realizada la suscripción.

El plazo se establece por 22 años contados a partir de la inscripción de los valores, pudiendo extenderse hasta el límite legal (8 años más).

Como es usual, se crean dos ámbitos orgánicos de representación de los Titulares en distintos roles de participación y contralor: la Asamblea de Titulares y el Comité de Vigilancia.

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 MADELUR 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 constatare 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

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.

a) Proyección del Flujo de Fondos del Prospecto

Las proyecciones financieras en el Prospecto de Emisión se presentan por un período igual a la duración del negocio, o sea 20 años, sobre la base de dos cortes (años 9, 10, 11 y 18,19, 20), y la venta de los campos al final.

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

- Distribución temporal de las tierras compradas y arrendadas.
- Monto asignado a la inversión inicial (compra de 11 mil hectáreas y arrendamiento de 6 mil efectivas para plantar).
- La asignación de ingresos por venta de madera, venta de los campos, y pastoreo.
- La productividad esperada de los bosques.
- El punto clave, son los supuestos utilizados para la estimación de los precios y del incremento del valor de la madera así como el de los campos.
 - Para la madera se estimó un aumento igual al de la inflación de Estados Unidos, más un 0,5%. Esta evolución está levemente por encima de lo que CARE considera en sus cálculos.
 - Para la tierra se supone un incremento en el precio del entorno al 3% adicional a la inflación de Estados Unidos, lo que aun siendo razonable se encuentra levemente por encima de lo que CARE utiliza como cálculo básico.
 - Los precios de venta de inicio considerados fueron:
 - E. Smithii destino pulpa USD 68,77 por m3, (39,75 en pie).
 - E. Dumni con destino a pulpa USD 54,18 por m3 (25,86 en pie)
 - Precio del pastoreo: 16,5 dólares por hectárea/año

Sobre la base de estos supuestos, el Prospecto estima una tasa interna de retorno para el inversor del 10,03% y un VAN descontando el flujo de fondos al 8% es de USD 15.256.660.

El flujo de fondos se presenta en el cuadro siguiente:

CUADRO 5 Flujo de Fondos esperado en el escenario base (miles de USD).

Concepto	2020	2021	2022	2023	2024	2029	2030	2031	2032	2038	2039	2040
Aporte de capital	-17.611	-17.972	-19.111	-1.759	-10.546	0	0	0	0	0	0	0
Retiros	0	0	0	0	0	13.240	32.461	33.146	5.825	51.274	59.769	53.107
Flujo de fondos	-17.611	-17.972-19.111	-1.759	-10.546	13.240	32.461	33.146	5.825	51.274	59.769	53.107	
TIR	10,03%											
VAN	15.257											

Fuente: El Prospecto

b) Replanteo del Flujo de Fondos y sensibilizaciones

En el flujo de fondos presentado en el modelo de negocios, los supuestos fundamentales para la obtención de la TIR son en general compartidos (precio de la madera, tasas de crecimiento de los bosques y evolución de los precios de la tierra, de la madera y de los arrendamientos). No obstante lo anterior, podría suponerse una situación un poco más desfavorable para los precios y la evolución de los mismos. Estas variables son claves en la generación de la rentabilidad final por su importancia en la facturación global.

- **Escenarios considerando la evolución de las variables macro y el precio de la tierra.**

El estructurador realiza una sensibilización de la TIR suponiendo 4 escenarios. En ellos hace jugar la existencia o no de la evolución de las variables macroeconómicas (inflación en USA e inflación en UY), así como la posibilidad de asignarle un crecimiento al precio de la tierra. Los resultados se presentan en el cuadro siguiente:

CUADRO 6.- Sencibilizaciones de la TIR del Inversor bajo 4 escenarios

Concepto	Variables Macroeconómicas	Precio de venta de la tierra	TIR del Inversor
Escenario 1 base	si	si	10,03%
Escenario 2	si	no	9,64%
Escenario 3	no	si	8,07%
Escenario 4	no	no	7,69%

Fuente: El Prospecto

Como surge del cuadro, aún en la situación más desfavorable en donde los precios de la madera no acompañan la inflación del dólar y no se considera un aumento en el precio de la tierra la TIR del inversor sigue estando en valores razonables. Para CARE el escenario que más se adaptaría a la situación esperada es el escenario 3, en el cual el aumento nominal en los precios de la madera sería del 0,5% y el de la tierra del 3%; en ese caso la TIR esperada del proyecto sería del 8,07%.

- **Escenario de menores precios de la madera y mayores precios de la tierra y los arrendamientos.**

El estructurador presenta en el prospecto una estimación de la TIR en lo que califica como un escenario pesimista, sensibilizando los precios más bajos de inicio para la madera, la compra más cara de la tierra o mayores valores de arrendamiento. En el siguiente cuadro se presenta el resultado de la TIR en estos nuevos escenarios

Cuadro 7. Sensibilidad de la TIR del inversor en un escenario pesimista

Variable de Ajuste	Valores de escenario pesimista	TIR
Variación de los precios de la madera	E. Dumni a un precio 7% menor	10,0%
	E. Smithii a un precio 7% menor	9,2%
	Combinación ambos escenarios	9,1%
Precio de compra de los campos	Compra a 2900 dólares/ha	9,7%
Precio de arrendamiento de los campos	Arrendamiento a 140 dólares/ha	10,0%

Fuente: El Prospecto

Los resultados de esta sensibilización bajo resultados más pesimistas arrojan niveles de TIR apenas menores a las del escenario base, ya que mantiene los incrementos en los valores de la madera y de la tierra.

CARE estimó la TIR para el caso de que se dieran todos los escenarios juntos (menores precios de madera y mayores precios de la madera y arrendamientos), y la TIR del inversor sería del 8,60%.

- **Escenario pesimista**

CARE estimó con el modelo financiero cual sería la tasa de retorno de la inversión en una situación en la cual el precio de la madera y de la tierra se mantuvieran en los mismos niveles actuales, o sea se mantuvieran en valores nominales durante 20 años. En ese caso, la TIR para el inversor sería del 6,91%. Y si se mantuvieran los valores pero sobre la base de un precio de madera un 10% por debajo del actual de partida la TIR sería del 4,86%. Cabe acotar que estos escenarios extremos serían de muy difícil realización, ya que ningún analista estima que los precios se mantengan estables nominalmente en los próximos años, ni en la madera ni en la tierra.

c) Costo del oportunidad del capital

El costo de oportunidad del capital teóricamente pone un piso a la rentabilidad esperada de un proyecto y es el indicador clave para descontar los flujos de fondos esperados. En este sentido CARE realizó una estimación del costo de oportunidad del capital, utilizando el modelo de valoración CAPM (Capital Asset Pricing Model) y, siguiendo a Damodaran³ se adicionó a éste una prima que contempla el riesgo específico del mercado en el que se ejecuta el proyecto (se consideró el riesgo país en este caso). 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:

$E(r_i)$: Tasa de retorno esperada del capital

β_{im} : Riesgo sistemático propio respecto del riesgo de mercado⁴.

r_f : tasa libre de riesgo

$E(R_m) - R_f$: Prima de Riesgo del mercado. Es el premio por riesgo específico al mercado que opera el proyecto.

Er_p : Prima por riesgo específico a la compañía o proyecto evaluado.

³ A. Damodaran, "Estimating Equity Risk Premiums" Stern School of Business.

⁴ Se consideraron los betas promedio de empresas de producción primaria de bienes agrícolas en mercados emergentes según A. Damodaran

Por lo general, se considera como la tasa libre de riesgo a los rendimientos de los Treasury Bonds 10 Years de la Reserva Federal de los Estados Unidos. Se opta normalmente por utilizar los promedios de 5 o 10 años de dichos rendimientos, evitando de esta manera los elevados 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%. En los últimos diez años, ese rendimiento se ubicó en 2,34%, y en la actualidad se encuentra en valores en el entorno de cero⁵. Luego del repunte de la tasa de interés de estos bonos a partir de julio de 2016 y hasta noviembre de 2018, como consecuencia del aumento de la tasa de interés de la FED, el rendimiento comienza a caer y todo parece indicar que por el momento se mantendrán en estos mínimos niveles.

Por su parte para medir el riesgo del país se consideran los rendimientos de los bonos soberanos uruguayos medidos a través del índice UBI de República AFAP. En este caso deben evitarse también los valores “anómalos” del 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.

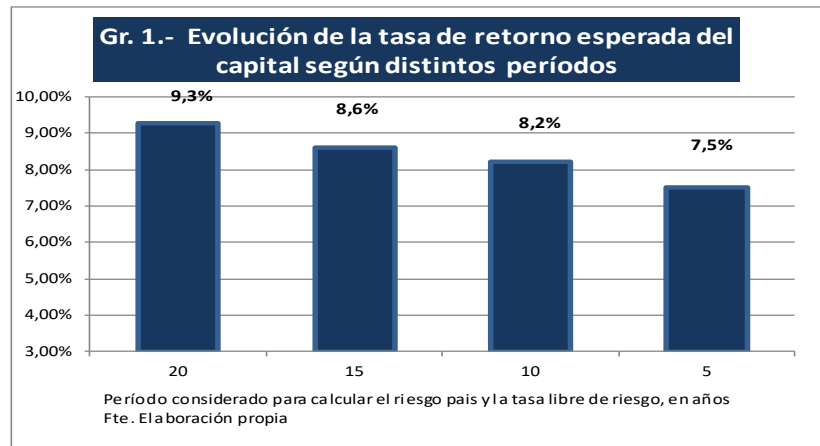
El parámetro “beta unlevered” de Damodaram, para enero de 2020 se ubica en 1,19, lo que indica que la inversión en la producción forestal tiene un mayor riesgo y variabilidad que el promedio de todas las actividades en ese mercado. Esto llama la atención porque no parecería ser la situación del país, además su consecuencia es incrementar el costo de oportunidad.

A los efectos de calcular estos indicadores se tuvieron en cuenta los promedios de los últimos 5 años, que son aquellos sobre los cuales los inversores deben tomar las decisiones. En este sentido, para el caso del rendimiento de los bonos americanos se consideró 2,22% y para el riesgo país (índice UBI), se consideraron 1,85 puntos básicos. Ambos valores son particularmente bajos en relación con los históricos.

Aplicando estos valores se llega a una tasa de retorno esperada para el capital propio del 7,5%. Este valor es inferior a la TIR esperada del inversor en el escenario base (10,3%) y también en el escenario que no considera los incrementos de precios derivados de la inflación en USA (escenario 3=8,07%), 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 con los parámetros considerados es bajo si se compara con el pasado, esto es consecuencia de la caída en los retornos de los bonos del tesoro de EEUU (tasa libre de riesgo) y el riesgo país. En la siguiente gráfica se observa el costo oportunidad considerando diferentes períodos de cálculo.

⁵ Los efectos de la pandemia del coronavirus afectaron los mercados financieros y en la actualidad los rendimientos de estos bonos están con tasas muy bajas cercanas a cero



Riesgo de manejo forestal.

Riesgo de manejo forestal, refiere a las decisiones sobre el manejo de los montes: plantación de especies en sitios adecuados; manejo de la producción de plantas y establecimiento; perfeccionamiento del árbol aplicando programas de mejoramiento genético; desarrollo y llevado a cabo de espaciamientos y regímenes silviculturales; protección el cultivo silvícola y la tierra de alteraciones como fuego, problemas sanitarios, animales, malezas, etc.

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, y previo a la pandemia del coronavirus, el cúmulo de barreras estaba 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.

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. Asimismo, supone que la crisis derivada del coronavirus se resolvería en algunos meses y luego los mercados volverán razonablemente a la normalidad.

5.1 Riesgo Económico y de Mercado

En este caso, el informe se va a concentrar en el tema de los precios de la madera y de la tierra, elementos claves en negocio del Fideicomiso.

A) 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 86% de los retornos de la inversión se explican por el valor de la madera.

La tendencia de largo plazo esperada para los precios de la madera, es que todo indica que los precios deberían mostrar una tendencia creciente, al menos en valores nominales, 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. Esta mayor demanda se espera tanto para madera sólida destinada a la construcción de muebles o viviendas como de celulosa por mayor consumo de papel "tissue".

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. Por su parte, las políticas destinadas a atenuar los impactos del cambio climático también promueven la protección de los montes al ser éstos importantes sumideros de carbono.

No obstante esta tendencia de largo plazo, durante 2019 la demanda y en consecuencia los precios de la madera a nivel internacional, regional y doméstico, han evidenciado una importante retracción, luego de haber tenido un fuerte incremento durante 2018. Como se verá con mayor detalle, los precios de la celulosa y de la madera en bruto han caído significativamente durante 2019 respecto de los valores de fines de 2018 como consecuencia

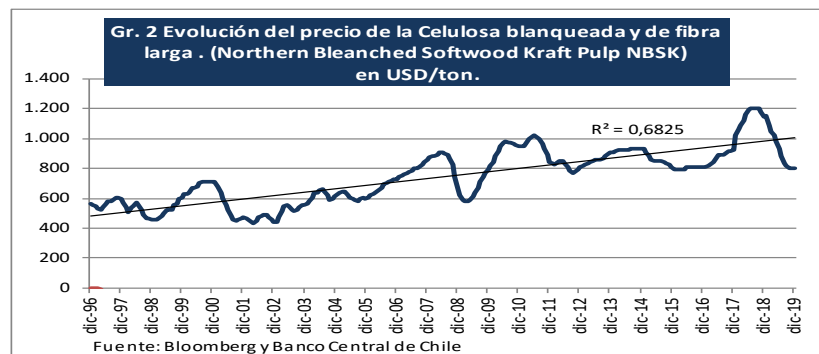
de una reducción de la demanda de China, un sobre stock en ese país y una sobreoferta de productos forestales de algunos países productores, fundamentalmente Brasil y Nueva Zelanda.

Sin embargo, para el largo plazo no existen elementos para suponer cambios en las tendencias planteadas en el prospecto de emisión. Para esta calificación CARE realizó una actualización de la información clave del sector confirmando que no deberían existir en el futuro mayores desvíos respecto de la trayectoria esperada, una vez superada la actual coyuntura, ya que no se vislumbran cambios sustanciales en la demanda ni en la oferta.

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 relativamente debilitado luego de haber alcanzado en buena parte del año 2018 niveles muy elevados de precios, tanto en pulpa de celulosa como en madera sólida. Esta reducción en los precios se explica en gran medida por tensión comercial entre China y Estados Unidos que generó una retracción en la demanda del gigante asiático, a lo que se sumó un incremento de los stocks mundiales con la entrada de más oferta en los principales países productores.

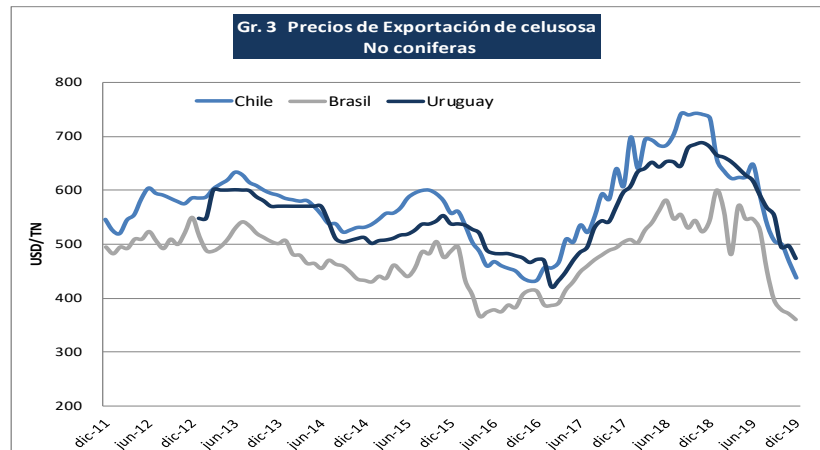
Los precios en Europa de la celulosa de pulpa de fibra larga (coníferas NBSK⁶), se ubican en la actualidad apenas por encima de los 800 dólares la tonelada, frente a los 1.200 de fines del año 2018.



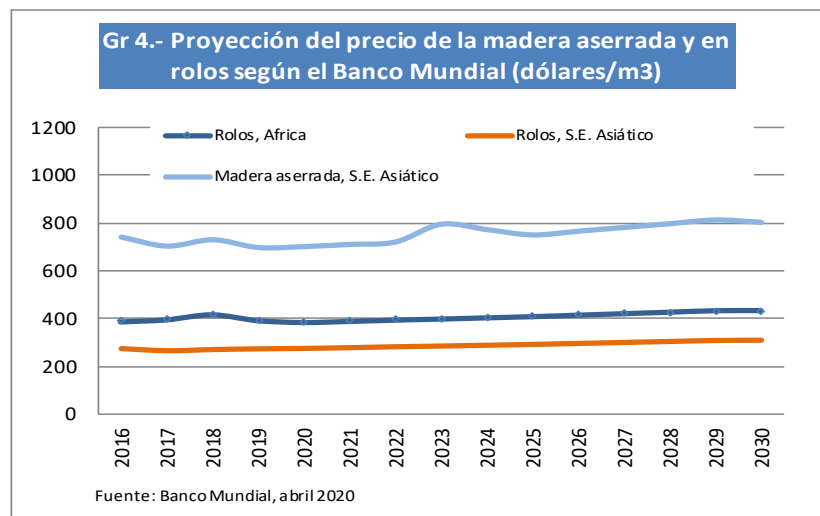
Todo parece indicar, que este escenario bajista y de incertidumbre se mantendrá como mínimo durante todo el año 2020, debido a que para reducir la actual sobreoferta de celulosa será necesario algún tiempo mayor al previsto inicialmente.

Estás bruscas oscilaciones 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 variaciones interanuales mayores al 30% entre enero de 2018 y diciembre de 2019. Para el caso concreto de Uruguay, los precios de exportación de la celulosa en diciembre de 2019 fueron de 473 dólares la tonelada, un 31% más bajos que los máximos de noviembre de 2018, pero similares a los de mediados de 2017.

⁶. Northern Bleached Softwood Kraft. Pulpa de celulosa blanqueada de fibra larga.



Por su parte, los precios de la madera en bruto y de los paneles también mostraron durante 2019 un menor nivel de precios que en 2018, como consecuencia también de una menor demanda de China. No obstante esta coyuntura menos favorable, las perspectivas para el mediano plazo para la madera en bruto para aserrado 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. Para el caso de la madera en bruto, el último reporte del BM (abril de 2020) muestra un crecimiento leve de aquí al 2030, promediamente de un 1,3% acumulativo anual para rollos y madera aserrada.



Como resultado a esta coyuntura internacional para el rubro, se verificó en el Uruguay una reducción en los ingresos por exportaciones forestales para el año 2019 en prácticamente todos los productos. El monto total de las exportaciones aun cayendo un 11% en relación al 2018, se mantiene por encima de 2017

**Cuadro 10. Exportación de productos forestales seleccionados
(en millones de dólares FOB)**

	2015	2016	2017	2018	2019	Variación
Celulosa	1.266,1	1.222,0	1.310,0	1.660,0	1.527,0	-8%
Rolos						
(excepto eucalipto)	0,9	4,7	88,3	150,1	88,8	-41%
Tableros de						
madera contrachapados	62,2	57,8	63,5	76,1	55,4	-27%
Chips (eucalipto y pino)	56,5	82,0	63,6	95,4	102,2	7%
Madera aserrada						
No Coníferas	42,3	38,4	46,5	52,8	45,9	-13%
Madera aserrada						
Coníferas	23,4	26,7	46,5	62,4	51,5	-17%
Papel y Cartón	90,8	61,0	37,1	36,3	38,0	5%
Rolos de eucalipto	24,4	16,9	20,6	29,5	14,4	-51%
Total	1.566,5	1.509,6	1.676,1	2.162,6	1.923,2	-11%

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 que salen de ese destino.

Como puede observarse, el valor de las exportaciones de celulosa –principal producto de exportación- cae un 8% en valor, explicado exclusivamente por los menores precios internacionales ya que los volúmenes exportados se mantuvieron prácticamente invariables.

Los envíos de pino en bruto a China fueron los de mayor incidencia negativa en las exportaciones, afectados por problemas de mercado por precio y stocks crecientes en China (-41%). También cayeron fuertemente las exportaciones de rolos de eucaliptus (-51%), pero su incidencia en el total es muy marginal.

Las exportaciones uruguayas de madera aserrada (de pino y de eucaliptus), muestra también reducciones significativas en 2019, como consecuencia de una reducción de la demanda de China.

En el caso de los tableros contrachapados, los menores valores de exportación se deben a la menor demanda de México.

No obstante esta coyuntura adversa, las perspectivas para el rubro en lo que refiere a la demanda futura y los precios de la madera siguen siendo auspiciosos para el mediano y largo plazo. El actual escenario internacional de precios está afectado por los altos stocks en China, la devaluación del yuan y el conflicto comercial de ese país con los EEUU, hechos que han afectado fuertemente la demanda.

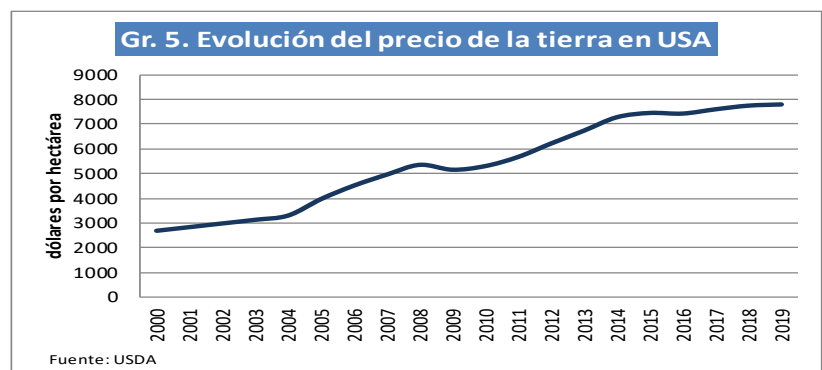
Por otra parte, la nueva planta de celulosa que se está instalando en Paso de los Toros, así como el ferrocarril que se está construyendo desde esa ciudad hasta el puerto de Montevideo constituyen dos inversiones de gran significación que brindarán soporte al sector productor de madera para celulosa en general y en forma particular podría beneficiar a este tipo de proyectos.

B) El precio de la tierra

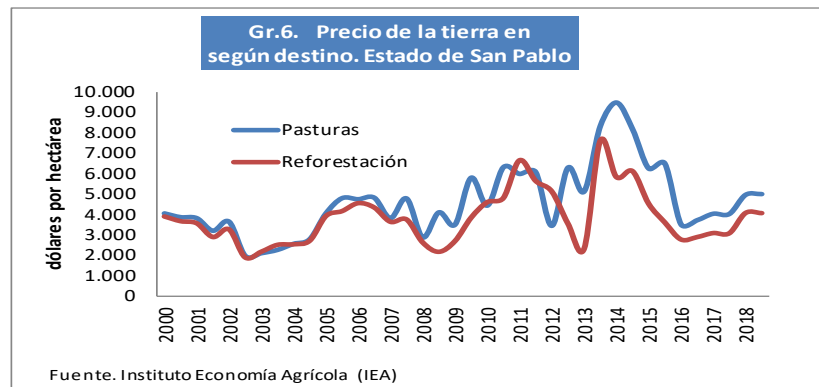
El precio de la tierra, el segundo en nivel de importancia, ha visto modificada su evolución de fuerte apreciación en dólares, con una caída a partir de 2015, y una insinuada estabilidad en los últimos años con las variaciones propias de un escaso número de operaciones; según reporta la Dirección de 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, pero a tasas más moderadas que en el pasado. En este caso se actualiza el comportamiento de los precios en diferentes países considerados de importancia.

En lo que respecta 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% y para 2019 el USDA reporta un aumento de un 0,6% en términos nominales.



El comportamiento del precio de la tierra en Brasil, está afectado, además de por los factores descritos oportunamente para la tierra en general, por el efecto del tipo de cambio, en la medida que en ese país, la cotización del recurso, se realiza en moneda nacional. Por ello, las fluctuaciones son amplificadas por este efecto. En el año 2014 comenzó una fuerte caída de los precios de la tierra, que comenzó a revertirse en 2017 y se confirmó en 2018 (último valor reportado por el Instituto de Economía Agraria).



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.

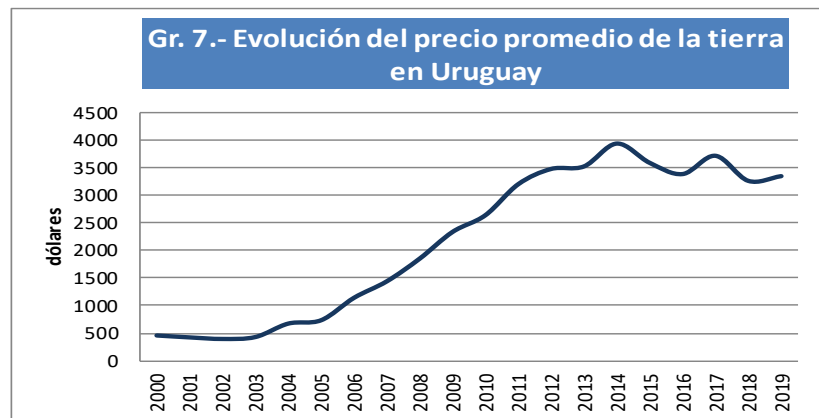
El cambio de gobierno nacional en 2016 generó expectativas para el comienzo de una recuperación en los valores, lo que finalmente no ocurrió, ya que la coyuntura económica no acompañó la recuperación del sector. La inflación, la devaluación del peso y la alta presión impositiva que aún soportan los productores agropecuarios en Argentina, generan no sólo una rentabilidad escasa, sino también un complejo escenario para generar nuevos negocios.

En los años en los que hubo gran demanda de campos y altos precios de la soja (2011-2014), los valores en la zona núcleo se ubicaban entre USD 18.000 y USD 22.000/Ha mientras que en 2019 esos mismos campos se ubicaban entre USD 12.000 y USD 15.000/Ha. Según operadores del mercado inmobiliario rural argentino, los niveles de precio llegaron a un piso en el año 2017 y a partir de allí habían comenzado una lenta recuperación. El reciente cambio político, las medidas hacia el sector, el control del dólar (cepo), generan dificultades adicionales para prever lo que pueda ocurrir en el mediano plazo con los valores de los campos en ese país, pero todo hace suponer que por el momento no debería haber variaciones en los precios al alza.

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 una bajo número de transacciones en donde la calidad y la localización de los campos comercializados tienen una gran influencia

en los valores medios. Fue así que en 2017 DIEA reportó un aumento de un 10% en el valor de la tierra, luego en 2018 la misma oficina da cuenta de una reducción de un 12%, y luego para el año 2019 el precio promedio de la hectárea media muestra una leve recuperación de un 3% con relación al año anterior.

El escaso número de transacciones verificado en estos últimos años genera algunas dudas en cuanto a los valores obtenidos, 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 (14%) por lo tanto lo que finalmente ocurra con la evolución de su precio tendrá incidencia con el retorno final de la inversión. El modelo financiero supuso una valorización acumulativa anual de un entre 4 y 5% (en dólares corrientes) durante 20 años, por lo que resulta importante conocer que ha sucedido en el pasado como forma de tener una cierta aproximación con lo que pueda ocurrir en el futuro.

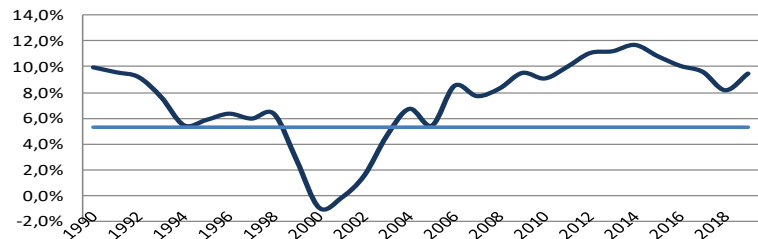
Para ello CARE analizó con la información de los precios de la tierra (en dólares corrientes) de una serie de 50 años (1970 a 2019) la variación anual en períodos de 20, en donde se observa lo siguiente:

- En promedio, la evolución anual del precio de la tierra en períodos móviles de 20 años fue de 7,4%.
- La tasa anual de crecimiento solamente fue menor al 5% para el caso de los campos que se vendieran entre 1999 y 2003, y si se hubieran comprado entre 1979 y 1983.
- Para el resto del período, el crecimiento anual del precio de la tierra supera el 5%.

Si el mismo análisis se realiza para períodos de 30 años se mantiene la misma tasa de crecimiento anual (7,4%), y el mínimo crecimiento anual es de 5% y por lo prácticamente en ningún período estaría 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 aún se se mantiene en valores por encima del 5% (en el entorno del 10% de crecimiento anual).

Gr. 8.- Tasa de crecimiento anual del precio promedio de la tierra en períodos de 20 años



Fuente: elaborado en base a datos de DIEA- MGAP

5.2 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. En la actualidad, no surgen elementos que pudieran suponer que el gobierno pueda tomar medidas de política que atenten contra este tipo de emprendimiento.

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 inicio en la instalación de una nueva planta de celulosa, disminuye el grado de incertidumbre en este sentido.

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

En resumen, no se perciben condiciones que permitan advertir amenazas desde las políticas públicas, a ser aplicadas por la nueva Administración.

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)⁷ de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.

Comité de Calificación



Ing. Julio Pieve



Sr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrian Tambler

⁷ **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 DE LAS SERRANÍAS

Informe Jurídico

I – Introducción

Maderas del Uruguay SA (MADELUR), ha decidido recurrir al mercado de valores para obtener financiamiento y desarrollar un proyecto forestal utilizando el vehículo jurídico del fideicomiso financiero. A tales efectos contrata como fiduciario a EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión SA para constituir un patrimonio autónomo con la emisión de Certificados de Participación de acuerdo al artículo 25 de la Ley 17.703. La finalidad central del emprendimiento implica la compra o arrendamiento de inmuebles rurales, la implementación y explotación forestal de acuerdo al Plan de Negocios ideado por MADELUR y el grupo de empresas que integra con Foresur GIE y Comercializadora Grupo Forestal SA. Serán fideicomitentes los suscriptores iniciales de los valores, entre ellos MADELUR quien además de administrador del proyecto forestal, se obliga a adquirir certificados de participación.

Para la elaboración del presente informe se analizaron el Prospecto Informativo presentado al BCU en el corriente mes de abril; con sus anexos convencionales: el Contrato constitutivo del Fideicomiso Financiero, el Contrato de Administración, el Contrato de Entidad Representante y el Documento de Emisión, en las versiones firmadas el día 20 de abril de 2020. Se puede adelantar, como concepto general 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.

Como orden de abordaje se propone, en primer lugar, explicar las principales características contractuales del Fideicomiso, para luego centrarnos 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 fiduciario.

II – El Contrato de Fideicomiso Financiero. Cláusulas centrales

Objeto, finalidad y patrimonio. El objeto del contrato es 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, las pautas establecidas en el Prospecto Informativo y en el Contrato de Fideicomiso Financiero (el Contrato). La emisión tendrá un tope de USD 67.000.000 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 forestal al Plan de Negocios (Anexo del Contrato) y las instrucciones del Administrador; bienes todos que pasarán a integrar el patrimonio fiduciario y que en el 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 Fideicomitados).*

Emisión de los Valores. Los términos centrales de la emisión están descriptos en las cláusulas 9 a 14 del Contrato y en el Prospecto Informativo en lo atinente a la suscripción, adjudicación e integración de los Valores. Los Certificados de Participación serán **escriturales y de oferta pública**, se emitirán a favor de sus Titulares en los términos expresados en el Documento de Emisión y tendrán cotización bursátil en BEVSA, quien además asume el rol de Entidad Representante de los Titulares.

Derechos que otorgan los CP. En tanto otorgan un derecho de crédito en el dominio fiduciario y son de renta variable, el negocio establece dos instancias de distribución:

(i) de **Fondos Netos Distribuibles** al cierre de cada ejercicio o a la venta de los Activos del Fideicomiso y

(ii) la distribución final de **Fondos Netos Remanentes**, o sea, al vencimiento del Fideicomiso y una vez enajenados todos los Bienes Fideicomitados. El Contrato define a los Fondos Netos Distribuibles como los *“efectivamente percibidos por el Fideicomiso originados en ingresos 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 Fideicomitados y canceladas todas las obligaciones del Fideicomiso”.*

Cabe puntualizar que en la primera etapa (hasta el año 9), no se harán distribuciones aunque exista disponibilidad al cierre del ejercicio considerado, pues serán destinados a financiar el emprendimiento. Por excepción la Mayoría Absoluta de Titulares podrá resolver en contrario. En todos los casos, cualquier pago que corresponda a los Titulares estará siempre subordinado al pago previo y total de los gastos y pasivos del Fideicomiso (c. 10 y 11).

Suscripción, adjudicación e integración. Cabe estar a la lectura detallada de estas instancias en el Prospecto (Cap. II. Términos y Condiciones). Se reiteran en la estructura los hitos centrales del proceso de emisión diagramados por el BCU para los fideicomisos financieros de oferta pública, a saber:

(i) la división en cuotas de las ofertas en dos tramos reservando uno que asegure la participación de inversores minoristas como parte de la estrategia de promoción del mercado secundario de valores y

(ii) la exigencia de que el administrador o gestor del emprendimiento asuma la obligación de invertir en el proceso de emisión y de ese modo compartir el riesgo patrimonial. La novedad del caso bajo estudio, es que las ofertas de suscripción de ambos tramos (minorista y mayorista) **se harán en forma simultánea en el primer día (etapa) de suscripción**. Luego, la segunda etapa de suscripción estará destinada únicamente a la suscripción en firme por parte del Administrador del 8% del importe de la Emisión con un tope de USD 5.360.000.

Una vez adjudicados todos los CP suscriptos como viene dicho, habrá una primera integración equivalente al 3% de lo adjudicado y en forma inmediata (al día siguiente al cierre del período de suscripción). Hacia el futuro se establece un procedimiento de integración diferido, a requerimiento del Fiduciario, **debiendo completarse la integración en el plazo de 5 años de realizada la suscripción**.

Plazo. Según la cláusula 15 del Contrato, el Fideicomiso se mantendrá válido y vigente por un plazo inicial de 22 años, a partir de la inscripción de los valores en el Registro de Mercado de Valores del BCU pudiendo extenderse hasta el límite legal de 30 años (8 años más) para lo cual será necesario la previa aprobación de la Mayoría Especial de Titulares.

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 y en ambos casos bajo el estándar del buen hombre de negocios (artículo 16 de la Ley 17.703 para el Fiduciario y artículo 83 de la Ley 16.060 en el caso del Administrador). En las convenciones están diagramadas en forma adecuada y completa las soluciones para los casos de incumplimiento. En relación al Fiduciario y en sus relaciones con los Fideicomitentes – Beneficiarios, están básicamente contenidas en las cláusulas 18 a 24 del Contrato. Respecto del Administrador, todos estos aspectos surgen reglamentados en el Contrato de Administración que otorga con el Fiduciario, en particular las cláusulas 6 a 10 de dicha convención.

Se prevé la constitución de una **Reserva para Contingencias y una Reserva de Liquidación del Fideicomiso** (cláusulas 31 y 32 del Contrato 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 36). Dentro de este marco normativo general el Fiduciario estará obligado a rendir cuentas de su gestión (cláusula 27 del Contrato).

Resultan aplicables a EF ASSET AFISA las normas de la Ley 18.627 como Entidad Registrante, asumiendo la responsabilidad 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 al Prospecto.

III – Contingencias jurídicas

En este segmento se analizan los requisitos normativos para la formación válida y eficaz del Contrato y las obligaciones que asumen las partes y por otro, las circunstancias que pudieran afectar el derecho de participación de los Titulares.

(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 cumplir con el encargo fiduciario, EF ASSET 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. Se reitera que el Administrador MADELUR se obliga a participar en la emisión adquiriendo la totalidad de CP que se ofrezcan en la Segunda Etapa (8%) con tope en USD5.360.000. Estos CP no darán derecho a voto cuando se resuelva determinar la existencia de incumplimientos del Administrador, eventualmente su remoción o acciones de responsabilidad.

Según surge del Prospecto, MADELUR fue creada en el año 2003 por las sociedades comerciales COMERCIALIZADORA GRUPO FORESTAL SA y FORESUR G.I.E. (Grupo de Interés Económico), con 50% de participación cada una en el capital de MADELUR y conformando todas ellas un grupo de empresas vinculadas dedicadas a la actividad forestal. A grandes rasgos, el diseño orgánico determina que MADELUR es la firma exportadora de la materia prima que producen las otras dos y que, en tanto empresas controlantes, son quienes llevarán adelante la ejecución del Plan de Negocios. Más aún, el Prospecto explicita que: *“Ambas empresas (Foresur G.I.E. y Comercializadora Grupo Forestal SA) han decidido dar un nuevo paso y estructurar un proyecto forestal bajo la herramienta del fideicomiso financiero, para así aumentar su masa forestal y posicionarse con mayor fuerza en el mercado interno e internacional”.*

En tal sentido, debe tenerse en cuenta que es únicamente MADELUR quien se vincula jurídicamente con el Fideicomiso asumiendo el rol de Administrador. Dicho esto y teniendo presente las normas de los artículos 48, 49, 50 y relacionadas de la Ley 16.060 sobre la vinculación y control societario, no hay ningún reparo jurídico sobre la capacidad y poder normativo negocial de MADELUR para obligarse en forma válida y eficaz en la estructura de marras.

(ii) Aspectos objetivos

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 los planes de la forestación. 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 aprobar la plantación y calificar los bosques conforme a la reglamentación vigente. 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.

Estas autorizaciones administrativas son condiciones resolutorias del Fideicomiso y están detalladas en la cláusula 15 del Contrato sobre el plazo. A mi juicio esto debió arbitrarse en una cláusula independiente o agregarse en el título de la cláusula. No obstante, en sustancia lo importante es que la no obtención de la autorización para la compra de campos (Ley 18.092) en el plazo de un año desde la solicitud y la no obtención de la autorización para plantar (MGAP) y AAP de la DINAMA, en los tres años siguientes a la Emisión; determinan la extinción del Fideicomiso, previa resolución de la Mayoría Especial de Titulares.

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 o gestor. 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. 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 estipuladas. Las cláusulas señaladas despejan toda duda al respecto. En efecto, el objeto de su contratación es *“cumplir la tarea de administrar los bienes Fideicomitados y llevar adelante la implementación del Plan de Negocios, con respecto al presente Fideicomiso y el Contrato de Administración. Sin perjuicio de esto, el Fiduciario mantendrá la responsabilidad por las tareas subcontratadas a éste”* (cláusula 8 del Contrato).

La implementación del Plan de Negocios (Anexo del Contrato) y particularmente las cláusulas 5 y 6 del Contrato de Administración donde se detallan las tareas concretas y estándares para medir el desempeño del Administrador. En primer lugar, todo lo atinente 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 alta siniestralidad. En segundo lugar (cláusula 6), se establecen 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 de las obligaciones del gestor. 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 remoción diagramadas en la cláusula 9, bajo el concepto de *“justa causa”*, o sea eventos de incumplimiento, son claros y suficientes en orden a la protección del derecho de los beneficiarios. Aquí es relevante traer a colación lo señalado en el segmento anterior sobre la gestión del Plan de Negocios por el grupo de empresas que integra el administrador MADELUR. En tal sentido, la cláusula 9.1 (literal b) establece como causal de remoción con justa causa que el Administrador no cumpla su obligación de *“adquirir y mantener”* durante todo el proyecto los Certificados de Participación *“indicados en la Cláusula 12 del Contrato de Fideicomiso”*. Esto se replica en la cláusula aludida y refiere al 8% del importe de la Emisión. Esta es la garantía patrimonial que tienen los inversores para el caso que el Administrador fuera condenado a indemnizar al Fideicomiso y que el perjuicio no esté a cargo del patrimonio autónomo por disposición convencional. Si bien es práctica habitual que los gestores de negocios asuman este compromiso de mantener su propia inversión en los valores que emita el Fideicomiso, en la estructura de marras es particularmente relevante pues el Administrador es una persona jurídica controlada por otras dos empresas que ninguna vinculación jurídica tienen con el Fideicomiso. Sobre el control societario, véase asimismo que esta cláusula 9.1 en su literal h) establece como otra justa causa de remoción la eventualidad de cambiar el control en el Administrador sin la previa autorización de la Mayoría Especial de Titulares.

Por su parte y volviendo al Contrato de Fideicomiso, la cláusula 17 establece una serie de criterios para evitar conflicto de intereses del Fiduciario, el Administrador y los Titulares beneficiarios. Entre ellos y particularmente en relación al Administrador, cabe tener en cuenta el literal b) donde se prohíbe al Administrador y sus Vinculados realizar transacciones o prestar servicios de cualquier naturaleza al Fideicomiso, *“salvo los previstos en el presente Contrato o en el Contrato de Administración” (...)* obligándose MADELUR a presentar *“una declaración jurada indicando todos sus Vinculados y se obliga a actualizar la misma toda vez que exista algún cambio”*. Asimismo se destaca el literal g) *“El Administrador y su Personal Superior no podrá durante el período que el Fideicomiso se encuentre invirtiendo en tierras, ni directa ni indirectamente, participar en otros nuevos proyectos de fondos y fideicomisos forestales de oferta pública en Uruguay, excepto que así sea autorizado por una Mayoría Especial de Titulares. Finalizada la inversión en tierras por parte del Fideicomiso, el Administrador podrá participar en otros proyectos de fondos y fideicomisos forestales de oferta pública, previa notificación por escrito a los Titulares con al menos 60 días de anticipación”*

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. La actuación de los Titulares se manifiesta en dos ámbitos orgánicos del fideicomiso.

El primero es la Asamblea de Titulares como órgano político y de actuación directa de los beneficiarios. La cláusula 25 del Contrato (y en el capítulo II del Prospecto) están detallados todos los aspectos que hacen a su convocatoria, quorum, comparecencia y contenido. Aquí importa destacar que el criterio general y común en este tipo de estructuras, es que las decisiones de la Asamblea sobre cualquier asunto considerado requiere para su aprobación el voto de la **Mayoría Absoluta de Titulares**: voto conforme de **uno o más Titulares** cuyos valores representen un *valor nominal superior al 50% del total de Valores emitidos y con derecho a voto*. Para algunas decisiones particulares y más relevantes en la vida del fideicomiso se requiere la **Mayoría Especial de Titulares**, esto es: el voto conforme de **dos o más Titulares** cuyos valores representen un *valor nominal superior al 75% del total de Valores emitidos y con derecho a voto*. Tales decisiones son las listadas en el apartado 25.5: 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 prórroga del plazo del Fideicomiso (máximo de 8 años según cláusula 15), teniendo en cuenta que toda prórroga mayor a 3 deberá contar, además, con el consentimiento del Administrador; aprobar cambios en el Plan de Negocios propuestos por el Administrador y la sustitución de la Entidad Representante.

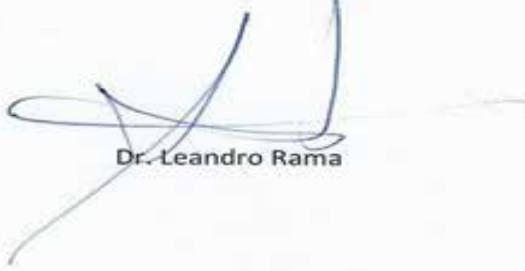
El segundo ámbito de actuación de los Titulares, es indirecto y a través del Comité de Vigilancia. Sus atribuciones principales están listadas en la cláusula 26 y se trata del principal órgano de control de las obligaciones que asumen el Administrador y Fiduciario en las convenciones; para lo cual queda dotado en la estructura de amplias facultades de inspección, consulta, revisión y verificación al servicio de los Titulares beneficiarios.

Se destacan en este informe, por su alcance correctivo, las siguientes atribuciones del Comité:

- (i) otorgar su opinión sobre la compra o arrendamiento de tierras (c. 7),
- (ii) constatar que el Fiduciario informe a los Titulares, cuando las inversiones, gastos u operaciones del Fideicomiso se aparten del Contrato o cuando determine que el Administrador ha actuado en contravención a tales normas;
- (iii) asesorar para la designación de un técnico calificado para hacer las auditorías operativas que permitan calificar el cumplimiento de los estándares mínimos por parte del Administrador;
- (iv) controlar y supervisar las tareas, contratos y demás gestiones relacionadas con la comercialización de la madera por parte del Administrador de acuerdo al Plan de Negocios y
- (v) dar el visto bueno al Fiduciario para que éste autorice los endeudamientos que eventualmente asuma el Fideicomiso, controlando debidamente sus condiciones y garantías y lo dispuesto por el punto 9 del Plan de Negocios que es parte del Contrato de Fideicomiso y donde se establece dicho mecanismo.

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, 22 de abril de 2020.-



Dr. Leandro Rama