

## CALIFICACIÓN DE RIESGO DE CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN EN EL DOMINIO FIDUCIARIO DEL “FIDEICOMISO FINANCIERO FORESTAL BOSCHETTO”

*Montevideo, marzo de 2020*

---

4	RESUMEN GENERAL
6	I INTRODUCCIÓN
10	II EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACION
12	III LA ADMINISTRACION
17	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 26-03-2020

<b>Denominación:</b>	Fideicomiso Financiero Forestal Boschetto.
<b>Fiduciario:</b>	TMF Uruguay AFISA
<b>Operador:</b>	Cambium Forestal Uruguay S.A.
<b>Agente de Registro y Pago:</b>	TMF Uruguay AFISA
<b>Entidad Representante:</b>	Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay SA (BEVSA).
<b>Títulos a emitir:</b>	Certificados de participación
<b>Moneda:</b>	Dólares americanos
<b>Importe de la emisión:</b>	USD 81.000.000
<b>Distribuciones:</b>	Según resultados acumulados de acuerdo a procedimiento establecido
<b>Activos del Fideicomiso:</b>	Proyecto de compra y explotación de un patrimonio forestal.
<b>Vigencia:</b>	hasta el 30 de abril de 2021, siempre que se emita antes de 180 días.
<b>Plazo:</b>	26 años desde la emisión, con posibilidad de prórroga de hasta 5 años más.
<b>Calificación de Riesgo:</b>	BBB.uy <sup>1</sup>
<b>Manual Utilizado:</b>	Manual de Calificación de Finanzas estructuradas administradas por terceros

<sup>1</sup>. 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 Boschetto 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 de aproximadamente 15.900 hectáreas en el centro norte del país, básicamente en los departamentos de Tacuarembó, Durazno, Cerro Largo y Treinta y Tres, en los cuales se forestará aproximadamente el 65% de los mismos. Las especies elegidas son Eucalyptus (dunnii o grandis preferentemente) que se manejarán para la producción de madera pulpable.
- 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 el porcentaje de aprovechamiento del suelo para ser plantado tal como se lo proyecta. 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 operadora del proyecto, Cambium Forestal Uruguay S.A., incluyendo oportunamente visita a los predios administrados por ésta. La empresa posee una sólida reputación nacional e internacional en este sentido, con clientes de primera línea, y se somete a diversos controles de gestión. La empresa está llevando adelante dos proyectos de idénticas características, los Fideicomisos Financieros Forestales Montes del Este y Terraligna, cuyos desempeños a juicio de CARE, que también los califica, vienen siendo satisfactorios.
- 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.
- Los supuestos utilizados en proyecto (IMA, precios de la madera, 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

- 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. En la Sección V se actualiza la información y se profundiza sobre estos aspectos, en particular la evolución del precio de la tierra y de la madera.
- No se advierten amenazas en lo que respecta a las políticas públicas. Tampoco debería esperarse que el cambio de administración genere tensiones en este tipo de construcción financiera.
- Al momento de realizar este informe el país atraviesa una crisis sanitaria de imposible determinación en intensidad y duración. La calificación se emite en el entendido que esa crisis es conjurada satisfactoriamente, y que por tanto permite retomar el negocio que, él que por otra parte es de largo plazo.

## 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 Boschetto".

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](http://www.care.com.uy) así como en el del regulador: [www.bcu.gub.uy](http://www.bcu.gub.uy). El Comité de calificación estuvo integrado en este caso por 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

Como antecedentes más relevantes de la emisión que se califica hay que mencionar a los Fideicomisos Financieros Forestales Montes del Este y Terraligna, que son llevados adelante por el mismo Operador y bajo un modelo de negocios y de administración idéntico al que se califica.

El FFF Montes del Este suscribió los certificados de participación el 23 de junio de 2014 por un monto de 56,5 millones de dólares. Este fideicomiso, con idéntica administración que la que se propone, viene cumpliendo a entera satisfacción con el plan de negocios original que consiste en ese caso en la producción de madera de calidad con destino a la exportación. Por su parte el FF Forestal Terraligna, suscribió los certificados de participación el 2 de octubre de 2017 por un total de USD 60.450.000; este segundo Fideicomiso es para la producción de madera con destino a la producción de pulpa de celulosa, igual al que nos ocupa.

El cumplimiento de los planes se verifica no solo en los informes del administrador sino además por las visitas realizadas por la calificadora a diferentes montes de los fideicomisos.

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 1.000 (mil dólares estadounidenses), y un valor nominal total máximo de USD 81.000.000 (ochenta y un millón de dólares estadounidenses).

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

El plazo del Fideicomiso es 26 años a partir del día de la emisión. No obstante ya se considera la posibilidad de un plazo de prórroga máximo de 5 años (es decir, hasta los 31 años), siempre que se obtenga para ello la previa conformidad de los beneficiarios supra mayoritarios en Asamblea de Beneficiarios.

### **Las principales características del proyecto son:**

- Estructuración de una opción de inversión a largo plazo, respaldada por el retorno de operaciones que involucran el mercado de la madera y el mercado inmobiliario de tierras de uso agropecuario, sin perjuicio de otros ingresos por pastoreo.
- Administración a cargo de Cambium Forestal Uruguay S.A. (en adelante Cambium), una compañía con probada habilidad en la administración de patrimonios forestales. En este sentido, un aspecto positivo a destacar es que Cambium viene operando a satisfacción –entre otros activos– dos Fideicomisos Financieros Forestales similares a éste, como ya fuera comentado.
- Por otra parte el operador refuerza el compromiso con el proyecto con la adquisición de certificados de participación, por el 3% de la emisión en el plazo de 5 años.

- El plan de negocios supone la creación de un patrimonio forestal, en el centro norte del país (principalmente pero no exclusivamente en los departamentos de Tacuarembó, Durazno, Cerro Largo y Treinta y Tres), de aproximadamente 15.900 hectáreas. Las especies elegidas preferentemente fueron el Eucalyptus dunnii o E. Grandis, 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 63% para alcanzar a las 10.000 hectáreas efectivas de bosques
- Las inversiones del proyecto están constituidas fundamentalmente por la compra de tierras y la implantación de los bosques (83%)

**CUADRO 1. Componentes Inversión**

Concepto	Miles de USD	%
Compra Campos	52.836.439	65%
Silvicultura	13.990.000	17%
Fee Operador	9.369.136	12%
Administración Predial	2.318.696	3%
IVA Compras	788.004	1%
Impuestos	1.493.479	2%
Estructuración	2.551.442	3%
Ingresos Financieros	-758.956	-1%
Ingresos Pastoreos	-3.109.417	-4%
Egresos	1.521.178	2%
<b>Inversión Total</b>	<b>81.000.000</b>	<b>100%</b>

Fuente: el prospecto

- El proyecto está diseñado para que se haga la plantación de 10 mil hectáreas de bosques en cuatro años, estimando la primera tala rasa en el año 11 y la segunda producto del manejo de los rebrotes a partir del año 21. La producción esperada total de madera pulpable sería de 5,1 millones de m<sup>3</sup>.
- Los supuestos utilizados en 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% anual corresponderá en un 70% a la venta de madera y rebrotes, un 28% a la venta de la tierra al final del proyecto, y 2% a ingresos por pastoreo.

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

Ingresos	Miles USD	%
Venta Tala Rasa (neto bosque en pie)	118.686	69%
Venta Tierra	47.619	28%
Renta por pastoreos	4.207	2%
Financieros	963	1%
Venta Rebrotos	1.574	1%
<b>Total</b>	<b>173.049</b>	<b>100%</b>

Fuente: CARE



- Según el Prospecto de emisión, para la situación de base, la TIR del proyecto para el inversor se ubicaría en 8,61%; y la del proyecto en 8,90%. El retorno al inversor es contingente durante la vida del proyecto y preceptivo al final del mismo (ver Prospecto).
- 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 de presenta en la Sección IV.
- Con respecto a los ingresos, éstos provienen de la venta de madera, venta de la tierra y bosques en pie al final del proyecto, ingresos por pastoreo, e ingresos por colocaciones financieras.

### 3. Información analizada y procedimientos operativos

#### La información analizada fue la siguiente<sup>2</sup>:

- Prospecto de emisión
- Contrato de fideicomiso
- Contrato de administración con el operador
- Documento de emisión
- Estados Contables de Cambium al 30/6/2019, con informe de revisión limitada.
- Estados Contables del Fiduciario al 30/6/2019<sup>3</sup>.
- Entrevistas con personal superior de Cambium Forestal Uruguay S.A.
- Informe jurídico (Anexo I)
- Información Sectorial sobre el Mercado Forestal y de la madera.
- Calificación de los Fideicomisos Financieros Forestales: Montes del Este y Terraligna, realizadas por CARE y sus sucesivas actualizaciones.

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 Cambium y TMF Uruguay S.A.
- 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.

<sup>2</sup> . CARE debe recibir los documentos definitivos resultantes de la emisión.

<sup>3</sup> . Si bien se dispone de los EE.CC intermedios a setiembre de 2019 se prefiere, por considerarlos más representativos los EE. CC al cierre del primer semestre

### II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

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

**Fiduciario:** TMF Uruguay AFISA.

**Operador y estructurador:** Cambium Forestal Uruguay S.A.

**Agente de Registro y Pago:** TMF Uruguay AFISA.

**Entidad Representante:** Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A.

**Títulos a emitirse:** Certificados de participación

**Activos del Fideicomiso:** El Fideicomiso invertirá en la creación de un patrimonio forestal. Esto incluye la compra de inmuebles rurales y la plantación de los montes.

**Moneda:** Dólares

**Importe de la Emisión:** USD 81.000.000

**Distribuciones:** Según resultados acumulados de acuerdo a procedimiento establecido, contingente durante el proyecto.

**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 Boschetto". 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 a modo de concepto general - y **sin perjuicio de la objeción sobre el plazo que se explicará en el último segmento de este informe** – que la estructura de marras cumple **desde el punto de vista jurídico, con los requisitos normativos** que hacen a la constitución formal del negocio fiduciario, la validez y eficacia de las obligaciones que asumen las partes y no se aprecian riesgos en la estructura jurídica en orden a la satisfacción del derecho de participación que otorgan los valores a emitirse, quedando supeditado el éxito de la inversión a la gestión del Operador en la implementación del emprendimiento y del Fiduciario en lo referente a la administración del patrimonio fiduciario.

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 desarrolla las contingencias objetivas, en concreto la necesidad de autorizaciones previas consideradas.

El informe jurídico plantea al final una objeción respecto del plazo del fideicomiso en el caso de que se haga la opción de extender el período final por 5 años, ya que el fideicomiso en ese caso tendría una duración de 31 años.

Concretamente establece **“que la extensión propuesta no está permitida por la Ley 17.703, que establece un límite máximo de 30 años.”**, y luego de abundar en su justificación termina diciendo que **“En síntesis, el plazo del Contrato es válido pues se fijó en 26 años y ningún reparo merece. La contingencia jurídica sería que en su hora, la Asamblea resolviera efectivamente y por el voto conforme de Beneficiarios Supra Mayoritarios la extensión por el quinquenio anunciado<sup>4</sup>.”**

Finalmente concluye

**“...En conclusión y salvo la objeción que viene de comentarse sobre el plazo, el negocio fiduciario cuenta con un razonable grado de cobertura, no advirtiéndose otros riesgos jurídicos asociadas al proceso de emisión.”**

### 3. Riesgos considerados

**Riesgo jurídico de estructura.** Comprende el análisis de la eventualidad de incumplimientos en el pago a los beneficiarios, derivado de defectos en la estructura jurídica por no cumplir con alguna norma vigente, así como eventualmente por la aplicación de sentencias judiciales derivadas de demandas de eventuales perjudicados por la creación oportunamente descrita. Visto el informe antes mencionado, que reitera en lo esencial el de los Fideicomisos anteriores 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.*

<sup>4</sup> **Énfasis en un asunto que no afecta la opinión del comité de calificación.** El plazo del Contrato se fijó en 26 años con la posibilidad de extenderlo por 5 años más. De concretarse dicha extensión, elevaría el plazo total a 31 años. CARE es consciente de la controversia que el tema suscita entre los especialistas; el asesor jurídico de CARE, cuyo informe acompaña como anexo esta calificación, sostiene que el plazo máximo legal de un fideicomiso es de 30 años. Sin embargo, la contingencia jurídica sería que en su hora, la Asamblea resolviera efectivamente y por el voto conforme de Beneficiarios Supra Mayoritarios la extensión por el quinquenio anunciado. En ese momento se ingresaría en un eventual escenario de nulidad de tal estipulación, con todas las consecuencias que ello apareja. Esta posibilidad, no solo es eventual sino que, por ser una controversia conocida, es imposible imaginar que se adopte una decisión de tal magnitud sin previamente despejar la legalidad de la misma; es por eso que CARE deja constancia de este asunto sin que el mismo afecte el juicio general que deriva en la nota conferida.

### III. LA ADMINISTRACIÓN

Las características de la emisión hacen necesario analizar dos empresas administradoras: TMF Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A. en su condición de emisora y fiduciaria del fideicomiso financiero, y Cambium Forestal Uruguay S.A. en su condición de operador del proyecto. Se trata de evaluar la capacidad de gestionar un patrimonio, para lograr el cumplimiento de las obligaciones de administración que se establecen en el contrato que constituye el fideicomiso.

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

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

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

#### TMF Uruguay

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

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

Un resumen de los principales rubros del estado de situación y resultados intermedios al 30/6/19 y su comparativo con ejercicios anteriores se presenta en los cuadros siguientes.

<b>Cuadro 3: Estado de Situación (en miles de \$)</b>			
<b>Concepto</b>	<b>30/06/2019</b>	<b>31/12/2018</b>	<b>31/12/2017</b>
<b>Activo</b>	<b>82.614</b>	<b>74.608</b>	<b>43.151</b>
Activo Corriente	7.065	4.257	1.752
Activo no Corriente	75.549	70.351	41.399
<b>Pasivo</b>	<b>66.814</b>	<b>61.016</b>	<b>33.069</b>
Pasivo Corriente	66.814	61.016	33.069
Pasivo no Corriente	-	-	-
<b>Patrimonio</b>	<b>15.800</b>	<b>13.592</b>	<b>10.082</b>
<b>Pasivo y Patrimonio</b>	<b>82.614</b>	<b>74.608</b>	<b>43.151</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>0,11</b>	<b>0,07</b>	<b>0,05</b>

Fuente: EE.CC TMF

<b>Cuadro 4: Estado de Resultados (en miles de \$)</b>			
<b>Concepto</b>	<b>30/06/2019</b>	<b>30/06/2018</b>	<b>31/12/2018</b>
Comisiones ganadas	8.022	5.026	11.532
Costo Servicios Prestados	(1.178)	(542)	(1.687)
<b>Resultado Bruto</b>	<b>6.844</b>	<b>4.484</b>	<b>9.845</b>
Gastos Administración y Vtas.	(2.752)	(2.047)	(4.502)
<b>Resultado Operativo</b>	<b>4.092</b>	<b>2.437</b>	<b>5.343</b>
Resultado Financiero	(814)	(28)	(132)
IRAE	(1.069)	(341)	(1.701)
<b>Resultado del Periodo</b>	<b>2.208</b>	<b>2.068</b>	<b>3.510</b>

Fuente: EE.CC TMF

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

Al 30/6/19, TMF Uruguay AFISA administraba varios fideicomisos financieros que operan en diversas áreas y varios fideicomisos de administración y garantía. Su actividad en Uruguay es creciente lo que se refleja en la facturación.

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

## 2. Cambium Forestal Uruguay S.A.

Se trata en este caso de la evaluación acerca de su capacidad de ejecutar el proyecto productivo. CARE ha formado su juicio a través de distintas fuentes tales como la proporcionada en el Prospecto Informativo pero particularmente por el conocimiento acumulado en dos operaciones previas análogas a ésta.

Cambium es una empresa creada en el año 2005 (Concepción, Chile) con el propósito de ser un operador forestal independiente, dedicado a crear y gestionar patrimonios de bosques a cuenta de inversionistas.

Actualmente administra 122 mil hectáreas en proyectos forestales ubicados en Uruguay, Chile y Colombia. Adicionalmente presta servicios de consultoría

en diversos países en los ámbitos de aserraderos, manejo de plantaciones, cartografía, evaluación económica y planificación.

En Uruguay, las propiedades forestales administradas (fundamentalmente pinos y eucaliptus) están orientadas a la producción de madera sólida para la industria de aserrío y tableros y a la producción orientada a la industria de la celulosa y papel.

A la fecha los accionistas directos de Cambium Forestal Uruguay S.A. son Cambium Ltda., una sociedad de responsabilidad limitada constituida en la República de Chile, con un 99,9% de tenencia accionaria y Cambium S.A., una sociedad anónima constituida en la República de Chile con un 0,1% de tenencia.

Cambium Forestal Uruguay S.A. posee tres Gerencias, la Gerencia Técnica y dos Gerencias de Operaciones, cada una administrando los recursos en los Departamentos de Tacuarembó, Durazno y Rivera y la otra administrando los recursos de Florida, Lavalleja, Treinta y Tres, Cerro Largo y Rocha.

El grupo Cambium cuenta con 28 empleados directos en Chile y 24 en Uruguay, que administran inversiones forestales para terceros en estos 2 países. A su vez, Cambium subcontrata en Uruguay a CPA Ferrere la función de contabilidad y finanzas y a Ferrere Abogados la función de asesorías legales.

La Gerencia General es desempeñada por Simón Berti. Ingeniero Forestal, chileno, con 40 años de experiencia en el Sector Forestal e Industrial Maderero. (una completa descripción del organigrama con descripción de cargos puede consultarse en el Prospecto Informativo)

### **Antecedentes**

La firma tiene presencia en el país desde el año 2007 y, en particular y como antecedente más relevante a los efectos de este informe se consideran dos operaciones totalmente análogas a esta.

Efectivamente, se trata de la tercera operación que CARE califica y que tiene a Cambium como operador, las anteriores son: a) Montes del Este, operativa desde mediados de 2014 con una emisión de USD 56.5 millones y 10.800 hás de tierra en propiedad (6.000 hás forestadas); b) Terraligna, que empezó a funcionar a fines de 2017 con una emisión de USD 60.45 millones y que se encuentra aún en el periodo de inversión habiendo adquirido hasta la fecha unas 10.000 hás (unas 1.800 hás forestadas), ambas calificadas por CARE con nota BBB y de grado inversor por lo que resulta representativo del buen juicio que se tiene acerca de su desempeño, hasta el presente.

Para situar este plan de negocio en el contexto de la firma operadora, se desprende de lo antedicho que los dos fideicomisos que administra actualmente involucran una emisión conjunta de unos USD 117 millones y unas 22.800 hás. Esta operación plantea una emisión de USD 81 millones para adquirir y forestar (en el área forestable) unas 15.900 hás; es decir, claramente se encuadra dentro de la actividad para la cual, Cambium ha demostrado contar con la capacidad necesaria.

## **Situación económica y financiera**

En cuanto a la evaluación de la capacidad económica y financiera de Cambium se tienen en cuenta sus estados contables. La firma cierra balance los 30 de junio; en esta ocasión se dispuso del cierre al 30/6/19 con informe de revisión limitada realizado por CPA Ferrere.

A juicio de CARE la firma presenta una situación de solvencia que no permite suponer dificultades que pongan en riesgo la administración de esta operación.

Debe agregarse finalmente que se prevé una gobernanza de estilo en estos casos que incluye la creación de órganos de control y vigilancia que garanticen el cumplimiento del plan de negocios aprobado.

### **1. Fideicomiso**

El fideicomiso a crearse tiene por objeto la emisión de Certificados de Participación (CP), de acuerdo al artículo 25 de la Ley 17.703 y las pautas establecidas en el Prospecto Informativo. Según la cláusula 1 del Contrato de Fideicomiso, se proyecta una suscripción por un valor nominal total de USD 81.000.000, constituyendo este aspecto una de las condiciones suspensivas de la eficacia contractual. Con dichos fondos el Fiduciario invertirá, según las instrucciones del Operador, en la adquisición de tierras y la implementación del Plan de Negocios, todo lo cual está detalladamente descrito en el Prospecto y en otras secciones del presente informe.

Se reglamenta una Integración Inicial por un total de USD 5.000.000 que se hará efectiva a los 5 días del cierre del Período de Suscripción y luego un procedimiento de integración diferida mediante Capital Calls por lo que está previsto que el Fideicomiso disponga de inmediato los fondos necesarios para financiar los gastos iniciales. El periodo de integración (equivalente al periodo de inversión) se establece en un máximo de 5 años.

### **2. Riesgos considerados:**

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

**Riesgo administración**, considerando la idoneidad para cumplir con la función de TMF Uruguay AFISA y Cambium. En virtud de todos los análisis practicados incluso in situ; teniendo presente su reputación en el medio en el que actúa; considerando su experiencia previa; considerando su compromiso con el proyecto; teniendo presente el seguimiento que hará el fiduciario de aspectos centrales para su desempeño así como el comité de vigilancia con amplias atribuciones; se considera que la posibilidad de incumplimiento de la administradora con las responsabilidades del proyecto es prácticamente inexistente, especialmente al ser ésta una segunda operación desarrollada por los mismos administradores. *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, y teniendo presente el informe del Anexo 1, resulta poco probable que aun dándose conflictos, el fiduciario y la administradora no pudieran resolverlos a satisfacción del proyecto. *Riesgo bajo*

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

**Riesgo por cambio de operador**, se encuentra también previsto en función de diversas contingencias. Si bien la eventualidad de un cambio de operador sería una contingencia relevante para la marcha del proyecto la probabilidad de ocurrencia se considera muy baja. *Riesgo bajo*.



## 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 en la compra 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 Operador 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 25 años.

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

- Distribución temporal de las tierras compradas.
- Monto asignado a la inversión inicial.
- La asignación de ingresos por venta de madera, venta de los campos, y pastoreo.
- Las proyecciones de precios y de productividad.
- Los costos operativos surgen de estimaciones que se consideran adecuadas.
- El punto clave, los supuestos utilizados para la estimación del incremento real en el valor de la madera así como el valor de los campos, están fundamentados en un razonable análisis de la literatura económica.
  - o Para la madera se estima un aumento real del 0,5% anual. Suponiendo una inflación en EEUU de un 2%, el incremento nominal anual sería del 2,5 %.
  - o Para la tierra se supone un incremento real anual del 3% por lo que el incremento nominal sería del 5%
- Las proyecciones no consideran ninguna obra de infraestructura de transporte en los próximos 25 años, lo que implica un supuesto por demás conservador debido a que la disminución en el costo del transporte incrementaría de forma importante el retorno de la inversión.

Sobre la base de estos supuestos, en el Prospecto se estima una tasa interna de retorno para el inversor del 8,61% y un VAN descontando los flujos al 8% de USD 6.404.771.

El flujo de fondos se presenta en el cuadro siguiente:

**CUADRO 5. Flujo de Fondos (Miles de USD)**

Año	Ap. inicial	Retiros	Flujo fondos	TIR
0	-14.024	0	-14.024	8,61%
1	-17.100	0	-17.100	
2	-17.931	0	-17.931	
3	-18.178	0	-18.178	
4	-13.768	0	-13.768	
5	0	0	0	
6	0	0	0	
7	0	0	0	
8	0	0	0	
9	0	0	0	
10	0	0	0	
11	0	22.844	22.844	
12	0	21.994	21.994	
13	0	22.991	22.991	
14	0	16.420	16.420	
15	0	0	0	
16	0	0	0	
17	0	0	0	
18	0	0	0	
19	0	0	0	
20	0	0	0	
21	0	31.045	31.045	
22	0	30.348	30.348	
23	0	31.588	31.588	
24	0	32.895	32.895	
25	0	149.327	149.327	

Fuente: el estructurador

## 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 y de la madera). No obstante lo anterior, podría suponerse una situación un poco más desfavorable para las esperadas evoluciones del precio de la tierra y de la madera. Estas variables son claves en la generación de la rentabilidad final por su importancia en la facturación global.

### l) Menores precios de la madera y la tierra

En relación a los precios de la madera, las proyecciones para la próxima década de casi todos los especialistas coinciden en que la evolución sería algo menor que el promedio utilizado por el estructurador en el modelo, que lo situó en 2,5% en general (véase Sección V). En relación al precio de la tierra, si bien el 5% está por debajo del comportamiento histórico, podría verificarse un incremento menor habida cuenta que los valores ya se han ajustado al alza entre 2004 y 2015, y las expectativas de precio de los commodities. Para CARE un valor razonable de incremento anual del precio de la tierra debería contemplar a la inflación americana (1 a 2%) más el incremento en la productividad de la tierra (aproximadamente un 2%), por tal motivo el incremento de largo plazo en el precio de la tierra podría ubicarse entre un 3 y un 4%.

Por estas consideraciones, CARE realizó un análisis de sensibilidad suponiendo tasas menores de crecimiento tanto para la madera como para la tierra:

**Cuadro 6. Sensibilidad de la TIR a diferentes tasas de evolución del precio de los productos e incrementos en el valor de la tierra**

		% de aumento del precio de la tierra			
		5,0%	4,0%	2,0%	0,0%
Variación de los precios de la madera	2,50%	8,6%	8,3%	7,7%	7,2%
Variación de los precios de la madera	2,00%	8,0%	7,6%	7,0%	6,4%
Variación de los precios de la madera	1,00%	6,7%	6,3%	5,5%	4,7%
Variación de los precios de la madera	0,00%	5,5%	5,0%	3,9%	2,8%

Fuente: CARE en base a datos del estructurador

Como puede observarse, el proyecto muestra tasas positivas aún en el caso de que en los 26 años no se verifiquen aumentos de precios nominales ni en la tierra ni en la madera, una situación de probabilidad prácticamente nula. Por otra parte se mantienen los precios en moneda constante o sea evolucionan de acuerdo a la inflación de EEUU (2%), la tasa interna de retorno esperada se ubicaría en el 7%.

## II) Escenario volátil del precio de la madera

Con el objetivo de sensibilizar la tasa interna de retorno (TIR) del proyecto, se realizó un análisis de sensibilidad apoyado en el método de simulación Monte Carlo. Éste consiste en asignar distribuciones de frecuencia a algunas variables exógenas del modelo, de forma de generar aleatoriedad al análisis.

Para este caso se consideró la variable más relevante del ingreso o sea el precio de la maderas. Se analizó la evolución histórica de los precios internacionales de la celulosa y se ajustaron distintas distribuciones de probabilidad. En base ese análisis, se supusieron 2 posibles distribuciones de probabilidad para el precio de la madera pulpable y se realizaron 100 simulaciones y 100 iteraciones para simular la distribución empírica de la TIR Nominal y el VPN Nominal.

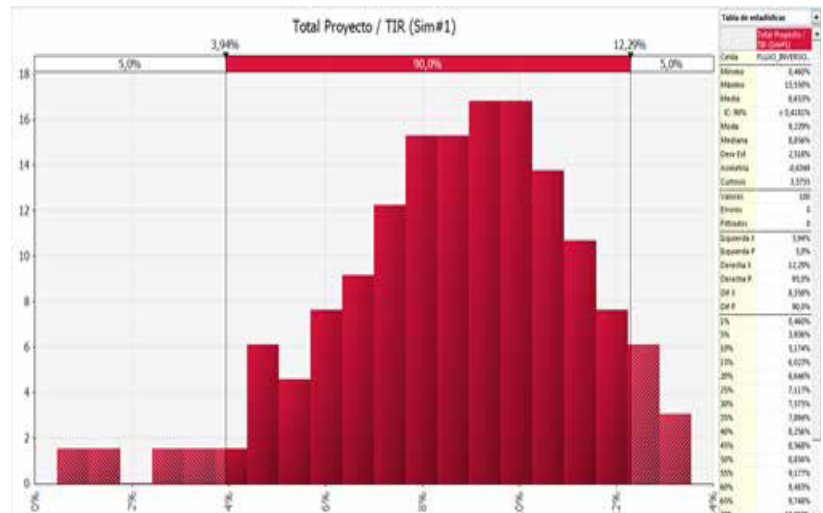
Se consideró una distribución normal que tuviera una media de USD 70/m3 de madera pulpable con un desvío de +20.

Los resultados obtenidos fueron los siguientes:

**CUADRO 7.- Valores de la TIR Y del VAN de la sensibilización aleatoria**

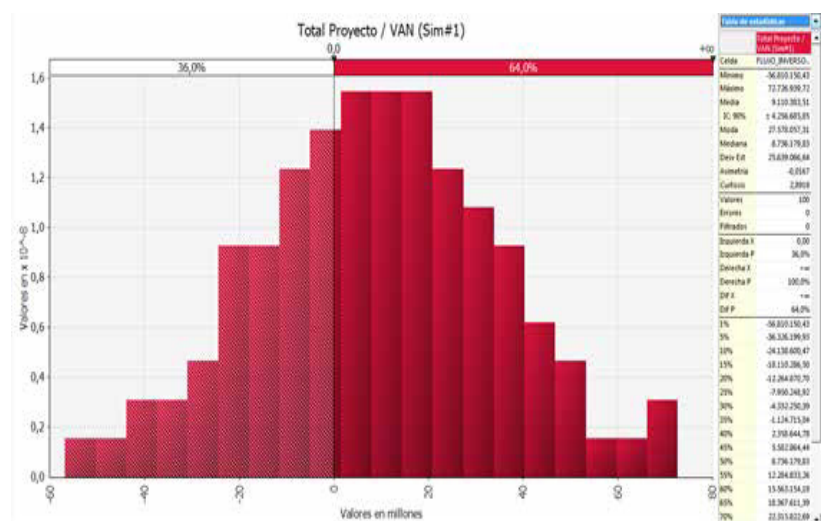
Concepto	Mínimo	Medio	Mediana	Máximo
TIR del Proyecto	0,46%	8,65%	8,86%	13,55%
Valor actual Neto (descontado al 8%)	56.810.150	9.110.383	8.736.179	72.726.939

Fuente: CARE



El ejercicio muestra que bajo estos parámetros y esta distribución de los precios de la madera, existiría un 60% de probabilidad de que la TIR sea mayor a 8,25%, un 95% de probabilidad de que sea mayor al 5,2% y no habría posibilidad de que tuviera valores negativos.

En la figura siguiente, se muestran las distribuciones obtenidas para el VAN, descontado al 8%, Se puede observar que en el 64% de los casos el valor es mayor a cero.



### 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 Damodaran<sup>5</sup> 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:

<sup>5</sup> . A. Damodaran, "Estimating Equity Risk Premiums" Stern School of Business.

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

Donde:

E(ri): Tasa de retorno esperada del capital

$\beta_{im}$ : Riesgo sistemático propio respecto del riesgo de mercado<sup>6</sup>.

rf: tasa libre de riesgo

E(Rm) – Rf: Prima de Riesgo del mercado. Es el premio por riesgo específico al mercado que opera el proyecto.

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

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 cero<sup>7</sup>. 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, lo que llama la atención.

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.

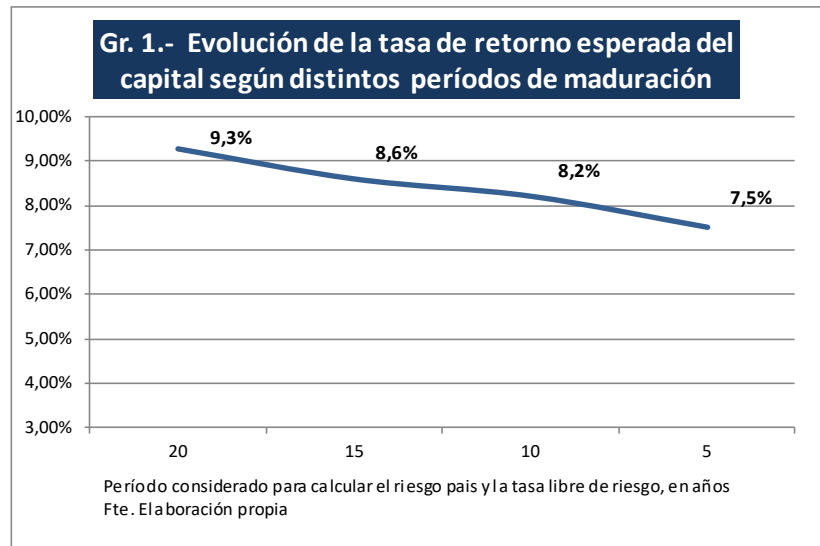
Aplicando estos valores se llega a una tasa de retorno esperada para el capital propio del 7,5%. Este valor es inferior a la TIR esperada del inversor (8,61%) y análoga a las tasas de descuento utilizadas por los tasadores internacionales que actuaron sobre todos los fideicomisos forestales a los cuales CARE tuvo acceso, 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

<sup>6</sup>. Se consideraron los betas promedio de empresas de producción papel y productos forestales en mercados emergentes según A. Damodaram

<sup>7</sup>. 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

país. En la siguiente gráfica se observa el costo oportunidad considerando diferentes períodos de cálculo.



### 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 Operador mencionada en la sección III de este documento. El sector forestal en Uruguay está en una fase de madurez dónde están presentes importantes firmas en la producción primaria, en los servicios a la producción, en la producción industrial, en el sector logístico y en el comercio exterior.

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

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

## V. EL ENTORNO

El análisis de entorno refiere a la evaluación de factores futuros que pueden afectar la generación de los flujos propuestos, pero que derivan de circunstancias ajenas a la empresa y refieren al marco general. Tienen que ver con la evolución esperada de los mercados interno o internacional de insumos y productos, así como con el análisis de políticas públicas capaces de incidir directamente en el cumplimiento de los objetivos planteados.

Por políticas públicas se entiende no solo las domésticas sino las de los países con los que existe comercio. En el caso de los productos forestales, al menos hasta el momento de la calificación, y previo a la pandemia del coronavirus, el cúmulo de barreras está relativamente sujeto a disciplinas predecibles. Y en cuanto a la probable extensión de barreras de tipo medio ambiental, el país y especialmente este proyecto, destacan por su cuidado y certificaciones a él vinculadas.

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 volverían 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 62% 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

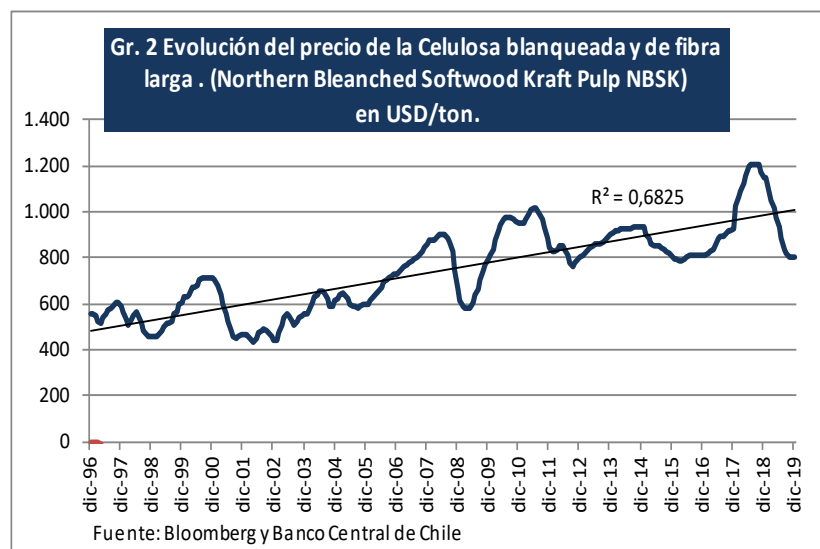
respecto de los valores de fines de 2018 como consecuencia de una reducción de la demanda de China, un sobre stock en ese país y una sobreoferta de productos forestales de algunos países productores, fundamentalmente Brasil y Nueva Zelanda.

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 NBSK<sup>8</sup>), se ubican en la actualidad apenas por encima de los 800 dólares la tonelada, frente a los 1.200 de fines del año 2018.

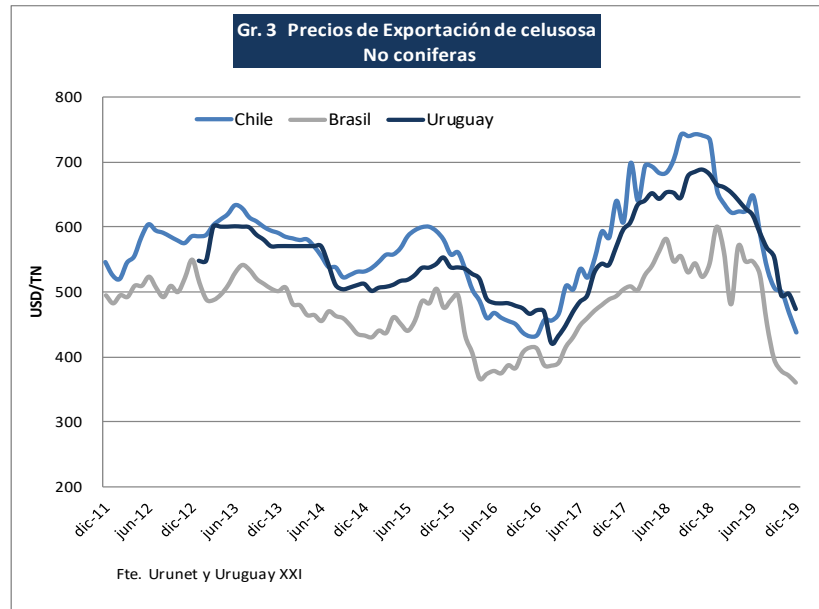


<sup>8</sup> . Northern Bleached Softwood Kraft. Pulpa de celulosa blanqueada de fibra larga

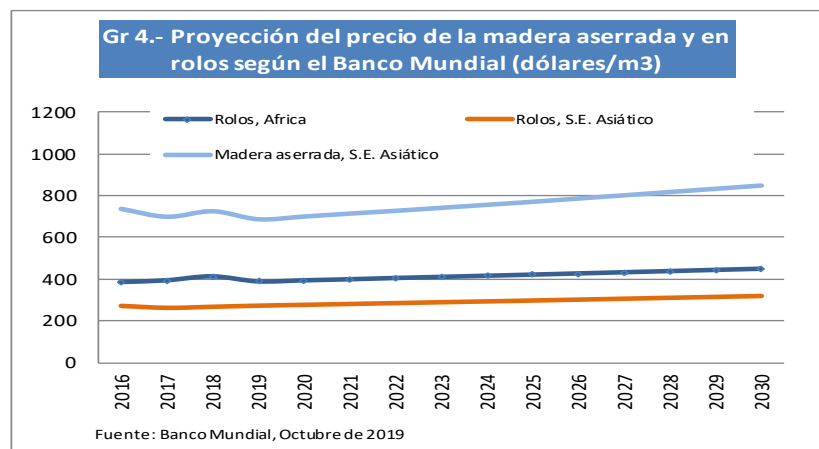
Todo parece indicar, que este escenario bajista y de incertidumbre se mantendrá como mínimo durante todo el año 2020, debido a que para reducir la actual sobreoferta de celulosa será necesario algún tiempo mayor al previsto inicialmente.



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.



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 aserrío o aserrada, muestra la misma tendencia que para el caso de la celulosa, o sea un crecimiento en el largo plazo, tal cual lo detalla el Banco Mundial en la siguiente gráfica. Para el caso de la madera en bruto, el último reporte del BM muestra un crecimiento leve de aquí al 2030, promediamente de un 1,5% acumulativo anual para rolos 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 9. 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%
<b>Total</b>	<b>1.566,5</b>	<b>1.509,6</b>	<b>1.676,1</b>	<b>2.162,6</b>	<b>1.923,2</b>	<b>-11%</b>

**\* Variación 2019/2018**

Fuente: Care en base a datos de URUNET, Uruguay XXI y OPYPA

Nota: No están consideradas las exportaciones a Zona Franca, ya que se consideran las exportaciones de pulpa de salen de ese destino.

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.

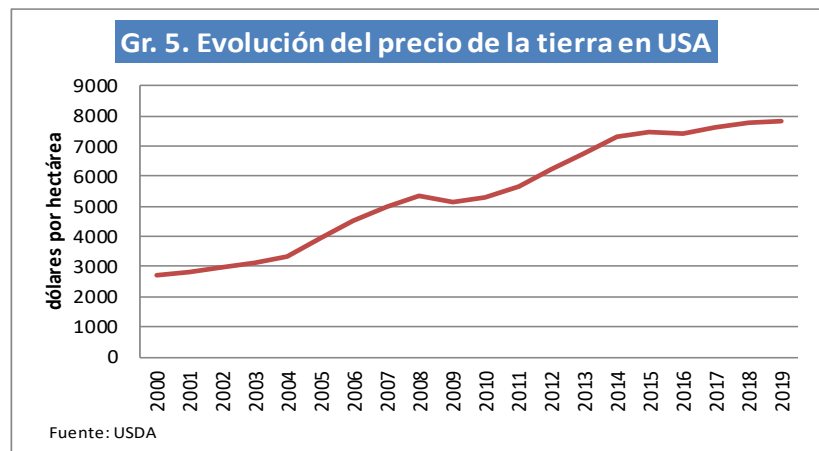
Por otra parte, la nueva planta de celulosa que se está instalando en Paso de los Toros, así como el ferrocarril que se está construyendo desde esa ciudad hasta el puerto de Montevideo constituyen dos inversiones de gran significación que brindarán soporte al sector productor de madera para celulosa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

## B) El precio de la tierra

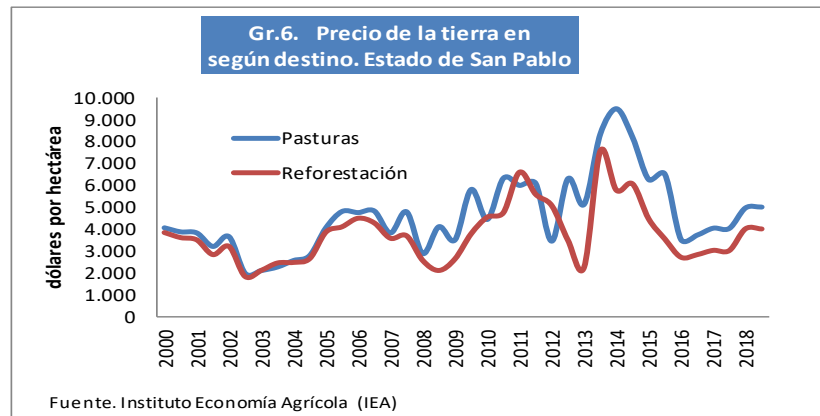
El precio de la tierra, el segundo en nivel de importancia, ha visto modificada su evolución de fuerte apreciación en dólares, con una caída a partir de 2015, y una insinuada estabilidad en los últimos años con las variaciones propias de un escaso número de operaciones; según reporta la Dirección de 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.

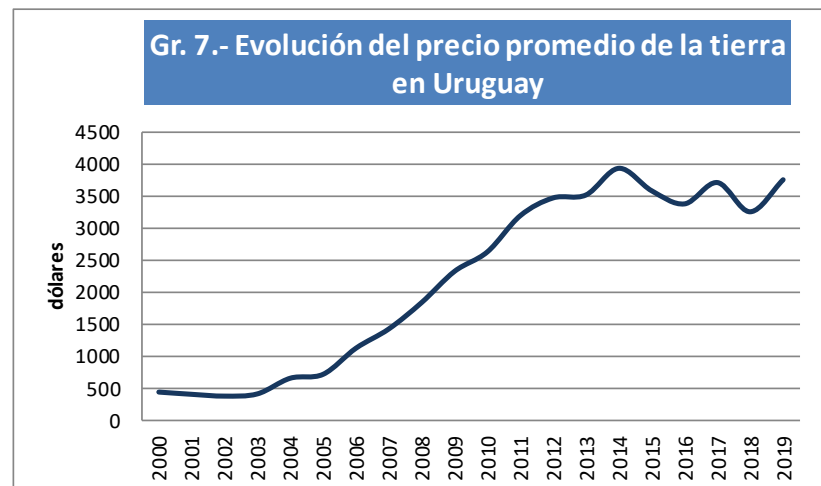
En los años en los que hubo gran demanda de campos y altos precios de la soja (2011-2014), los valores en la zona núcleo se ubicaban entre USD 18.000 y USD 22.000/Ha mientras que en 2019 esos mismos campos se ubicaban entre USD 12.000 y USD 15.000/Ha. Según operadores del mercado inmobiliario rural argentino, 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 primer semestre de 2019 el precio promedio de la hectárea media del país estaría mostrando una recuperación de un 15%.

En la serie "Precio de la Tierra" Compraventas Primer Semestre de 2019, publicado en octubre de 2019 por DIEA, se expresa que "Analizando las transacciones de más de 1.000 hectáreas por su destino, la distribución de rubros respondería un 12% al forestal, 17% ganadero, 25% agrícola y 46% agrícola-ganadero de muy buen potencial productivo. El aumento en la comercialización de campos con aptitud agrícola total o parcial explicaría en parte el aumento del precio promedio, acompañado por la venta de una superficie significativa destinada a la producción de citrus".

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.



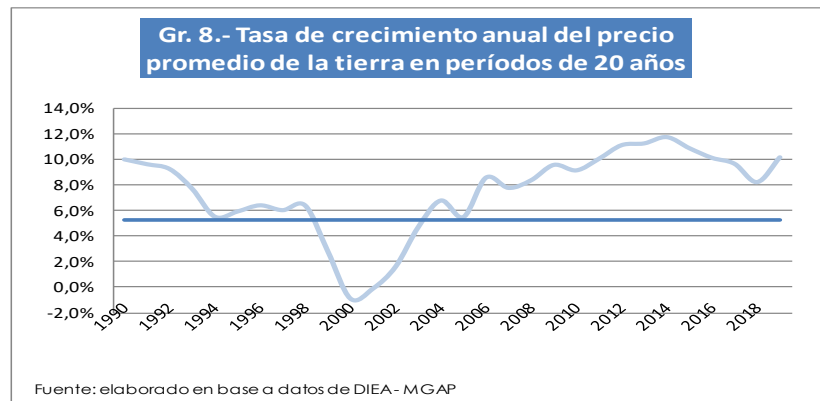
La valorización del precio de la tierra es un componente relativamente importante de ingreso final del fideicomiso (35%) por lo tanto lo que finalmente ocurra con la evolución de su precio tendrá una incidencia sustancial con el retorno final de la inversión. El modelo financiero supuso una valorización acumulativa anual de un 5% (en dólares corrientes) durante 25 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 49 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 vendieron 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 mantiene en valores por encima del 5% (en el entorno del 10% de crecimiento anual).



## 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)<sup>9</sup> de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Sr. Martín Durán Martínez

<sup>9</sup> . **BBB (uy)**. Se trata de instrumentos que presentan un riesgo medio bajo para la inversión, ya que evidencian un desempeño aceptable y suficiente capacidad de pago en los términos pactados. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, y las características del entorno, dan en conjunto moderada satisfacción a los análisis practicados, sin perjuicio de alguna debilidad en cualquiera de las cuatro áreas de riesgo. Podría incrementarse el riesgo del instrumento ante eventuales cambios previsibles en los activos o sus flujos, en los sectores económicos involucrados, o en la economía en su conjunto. La probabilidad de cambios desfavorables previsibles en el entorno es de baja a media baja, y compatible con la capacidad de la administradora de manejarlos aunque incrementando el riesgo algo más que en las categorías anteriores. **Grado de inversión mínimo..**



Ing. Agr. Adrian Tamber

# CARE

CALIFICADORA DE RIESGO

---

ANEXO I

INFORME JURIDICO



## “FIDEICOMISO FINANCIERO FORESTAL BOSCHETTO”

### Informe Jurídico

#### I – Introducción

El presente negocio fiduciario tiene por objeto la emisión de Certificados de Participación para obtener los fondos necesarios para la implementación del proyecto de inversión forestal en todas sus etapas y al momento de su extinción distribuir los fondos resultantes entre los Beneficiarios. El emprendimiento consiste básicamente en la adquisición de inmuebles rurales con una superficie aproximada de 15.900 hectáreas, ubicados principalmente en los departamentos de Tacuarembó, Durazno, Cerro Largo y Treinta y Tres; su forestación con Eucalyptus Dunnii o Grandis, de madera pulpable para la industria celulosa y comercialización en el mercado local e internacional. El Fideicomiso establece un plazo de 26 años desde la primera emisión, con posibilidad prórroga por 5 años más y de extinción anticipada, según los casos y conforme a determinadas condiciones. El producto de la venta de todos los activos fiduciarios, descontados todos los gastos asociados al negocio, conforma los Fondos Netos Remanentes y serán las utilidades a ser distribuidas entre los Beneficiarios (Titulares de los Certificados de Participación) a la extinción del fideicomiso.

Son las partes y figuras centrales de la estructura: TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos SA (en adelante TMF) como **Fiduciario**, Entidad Registrante de los Certificados de Participación (CP) y Agente de Pago; al tiempo que los **Fideicomitentes** serán los Suscriptores Iniciales de los CP, representados por BEVSA como Entidad Representante. Por su parte, es otro actor central del negocio Cambium Forestal Uruguay SA (Cambium o el Operador), quien tendrá la obligación de llevar adelante la ejecución del proyecto forestal y se vincula a la estructura a través del Contrato de Administración Forestal a firmar conjuntamente con el Fiduciario.

La Emisión de CP se hará mediante oferta pública y por un valor nominal total de USD81.000.000 y con un programa de integración diferida al ritmo de los requerimientos de pago que irá formalizando el Fiduciario a instancia del Operador en un período máximo de 5 años. El patrimonio fiduciario estará integrado en lo fundamental, por los montos resultantes de la colocación de los Certificados de Participación, los inmuebles adquiridos, bosques, madera, mejoras e inversiones realizadas, los ingresos y créditos derivados de la venta de tales bienes, los derechos emergentes de todos los actos jurídicos que recaigan sobre los inmuebles adquiridos, los ingresos y derechos generados por las Actividades Accesorias y por las Inversiones Permitidas, los fondos existentes en la cuenta fiduciaria, y en general, todo bien o derecho derivado de los activos precitados.

El presente informe está elaborado en base al estudio de los borradores de: Prospecto Informativo, Contrato de Fideicomiso y sus Anexos, Contrato de Administración Forestal, Documento de Emisión y Contrato de Entidad Representante. Se puede adelantar a modo de concepto general - **y sin perjuicio de la objeción sobre el plazo que se explicará en el último segmento de este informe** – que la estructura de marras **cumple desde el punto de vista jurídico, con los requisitos normativos** que hacen a la constitución formal del

negocio fiduciario, la validez y eficacia de las obligaciones que asumen las partes y no se aprecian riesgos en la estructura jurídica en orden a la satisfacción del derecho de participación que otorgan los valores a emitirse, quedando supeditado el éxito de la inversión a la gestión del Operador en la implementación del emprendimiento y del Fiduciario en lo referente a la administración del patrimonio fiduciario.

## II – El Contrato de Fideicomiso. Cláusulas centrales

El objeto del contrato es la emisión de Certificados de Participación (CP), de acuerdo al artículo 25 de la Ley 17.703 y las pautas establecidas en el Prospecto Informativo. Según la cláusula 1 del Contrato de Fideicomiso (en adelante el Contrato), se proyecta una suscripción por un valor nominal total de USD81.000.000, constituyendo este aspecto una de las condiciones suspensivas de la eficacia contractual. Con dichos fondos el Fiduciario invertirá, según las instrucciones del Operador, en la adquisición de tierras y la implementación del Plan de Negocios. Todos los aspectos atinentes a la implementación y gestión del proyecto están reglamentados y explicados en el artículo 4 del Contrato y en el Contrato de Administración Forestal. Las etapas centrales son: (i) el proceso de adquisición de los inmuebles, (ii) la implementación de la forestación propiamente dicha en todas sus etapas, (iii) la explotación de los bosques, el proceso de enajenación de tierras y distribución de los fondos remanentes y (iv) las obligaciones que asumen las partes en todo lo anterior, así como la participación que asumen otros sujetos vinculados a la estructura, en especial el Comité de Vigilancia y los contratistas que designe en Operador.

El **patrimonio del fideicomiso** estará constituido los siguientes activos:

- (i) los montos resultantes de la Emisión, los inmuebles, bosques, la madera y las mejoras e inversiones realizadas;
- (ii) los ingresos, créditos y derechos derivados de contratos que se celebren para enajenar los bienes precitados;
- (iii) los ingresos y derechos de crédito asociados a las Actividades Accesorias y el resultado de las Inversiones Permitidas;
- (iv) los fondos existentes en cualquiera de las cuentas fiduciarias y
- (v) cualquier bien o derecho derivado, directa o indirectamente, de dichos activos (artículo 2.1).

**Emisión de los Valores.** Los términos centrales de la emisión surgen de la cláusula 3 del Contrato y del Prospecto Informativo, a cuya lectura cabe estar. Los CP serán **escriturales y de oferta pública y tendrán un valor nominal de USD1.000 cada uno**. Se emitirán a favor de sus Titulares en forma simultánea con cada integración, en los términos del Documento de Emisión anexo al Contrato y tendrán cotización bursátil en BEVSA.

**Suscripción y adjudicación.** En forma muy sucinta cabe señalar que la suscripción se hará en dos tramos (Minorista y General), cumpliéndose todo el Período de Suscripción en dos días consecutivos, respectivamente. Todas las ofertas se presentarán ante BEVSA. Cerrado dicho período se procederá a la adjudicación en el mismo orden (primero el retail y luego el tramo general).

**Integración.** Se reglamenta una **Integración Inicial** por un total de USD5.000.000 que se hará efectiva a los 5 días del cierre del Período de Suscripción y luego un procedimiento de **integración diferida mediante Capital Calls** (requerimientos de pago) que realice el Fiduciario a instancias del Operador, proceso que no podrá superar los cinco años desde la suscripción. La Integración Inicial se conformará con los aportes de los suscriptores del Tramo Minorista que hayan optado por integrar el total suscripto y adjudicado y por el monto faltante, el Fiduciario comunicará a todos los suscriptores del Tramo General y del Tramo Minorista que hayan optado por el sistema de Capital Calls, indicándoles la fecha y monto que debe integrar cada uno a prorrata de lo suscripto en cada caso.

**Suscripción del Operador.** Conforme a la práctica reciente para los fideicomisos del sector forestal el Operador Cambium se obliga a suscribir e integrar CP por un mínimo de USD40.500 (0,05% de la emisión total). Asimismo y a partir del año de la suscripción, el Operador se obliga a adquirir en el mercado secundario los CP que sean ofrecidos por los Titulares por un monto equivalente al 0,55% de la Emisión, esto es, completando como máximo la obligación de participar en el 0,60%, que serán considerados los CP del Operador a todos los efectos del Fideicomiso. Esto claramente es algo contingente pues el Operador se obliga a adquirir, pero los Titulares no tienen obligación de vender. No obstante queda arbitrado un mecanismo que distribuye en forma equilibrada los riesgos del emprendimiento en sus etapas cruciales. Cabe consignar que el Operador no tendrá derecho a voto en las Asambleas, si incurre en mora el Fiduciario queda autorizado a retener las cantidades correspondientes a la integración incumplida más los intereses moratorios directamente de su Remuneración por Administración; y que no podrá enajenar los CP sin el consentimiento de los Beneficiarios Mayoritarios.

**Derechos que otorgan los CP en el dominio fiduciario.** Como su nombre lo indica, los Valores otorgan a sus Titulares el derecho a participar en el patrimonio fiduciario, o lo que es igual, a recibir las ganancias del negocio en la medida de esa participación. En la especie, los CP darán derecho a recibir, a la extinción del Fideicomiso, los Fondos Netos Remanentes en la Fecha de Pago Final, y en la misma proporción a recibir las Sumas Excedentes que surjan de cada Distribución Anticipada, cuando ello corresponda. La existencia de fondos a distribuir durante la vida del Fideicomiso es contingente (no necesaria). Se trata de las Sumas Excedentes y definidas en el Contrato como *“...fondos que, a juicio exclusivo del Operador, excedan los montos necesarios para cubrir la totalidad de los Gastos del Fideicomiso durante todo el plazo de vigencia del Fideicomiso”*.

Esto se debe leer junto a la definición de Distribución Anticipada que implica que el Operador informe al Fiduciario de la existencia de Sumas Excedentes y elabore una propuesta de distribución; el Fiduciario convocará a Asamblea de Titulares y será el cuerpo quien decida la distribución por el voto de Beneficiarios Supra Mayoritarios (cláusula 3.4.4).

La distribución que es preceptiva (no contingente), deberá ocurrir a la extinción del Fideicomiso y previa liquidación, donde los Titulares recibirán los Fondos Netos Remanentes definidos como *“La suma de dinero que surja como resultado de restar a la cantidad determinada como Fondos Brutos Remanentes, lo que corresponda a todos los Gastos del Fideicomiso, la Remuneración del Operador y la suma que corresponda a la Reserva Final”*.

**Obligaciones y responsabilidad del Fiduciario y del Operador.** En cuanto al régimen de responsabilidad, tanto para el Fiduciario como para el Operador se trata de una responsabilidad subjetiva en tanto la culpa es el factor de atribución y en ambos casos bajo el estándar abstracto del buen hombre de negocios. En el caso del Fiduciario esto se desprende de la lectura del artículo 16 de la Ley 17.703 y en el caso del Administrador del artículo 83 y relacionados de la Ley 16.060. Sus obligaciones y responsabilidades están diagramadas en relación al Fiduciario en el Artículo 6 del Contrato y en el Contrato de Administración Forestal en el caso de Cambium, y por remisión expresa del artículo 8.1 del Contrato. La cláusula 10 del Contrato establece en forma suficiente las soluciones para los supuestos de incumplimiento de las partes, incluyendo las justas causas para la remoción, tanto del Fiduciario como del Operador. En ambos casos se establece la limitación de responsabilidad típica en estas estructuras.

**Apuntes finales.** 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 las inscripciones pertinentes (artículo 12 del Decreto 516/003). Se prevé que el Fiduciario inscriba el Contrato en el RNAP y demás registros de rigor (cláusula 1.3 A). Dentro del marco normativo general el Fiduciario estará obligado a rendir cuentas de su gestión (art. 18 Ley 17.703) según lo pautado en el artículo 6.3 del Contrato. Por su parte, resultan de aplicación las disposiciones de la Ley de Mercado de Valores N° 18.627 sobre la intervención de la Entidad Registrante (el Fiduciario), quien será responsable de llevar el Registro de Valores Escriturales, efectuando las pertinentes anotaciones en cuenta de sus titulares. A su vez, BEVSA será la Entidad Representante de los Beneficiarios según el artículo 73 de la ley 18.627 y del Contrato de Entidad Representante.

### III – Contingencias jurídicas

Bajo este acápite se analizan los posibles riesgos jurídicos de la estructura, tanto en los aspectos que refieren a la capacidad y legitimación de las partes para obligarse en forma válida y eficaz; como en relación a los aspectos que objetivamente incidan en el derecho de participación que otorgan los Valores a emitirse.

#### (i) Aspectos subjetivos

**TMF URUGUAY ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSION Y FIDEICOMISOS S.A.** actúa como Fiduciario, Entidad Registrante y Agente de Pago. Según se desprende del Prospecto Informativo, desde el mes de **mayo de 2007 está autorizada** por el Banco Central del Uruguay para desarrollar actividades como fiduciario en fideicomisos financieros en el Uruguay. Es una sociedad anónima uruguaya independiente de capitales privados, cuyo único accionista es TMF Group BV.

**Los Suscriptores Iniciales como Fideicomitentes y 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 Fideicomiso. En su rol de fideicomitentes estarán representados en el acto de otorgamiento por BEVSA en función del contrato de Entidad Representante que deberá suscribirse con el

Fiduciario en forma simultánea al Fideicomiso.

**Cambium Forestal Uruguay SA.** Según la cláusula 3.7 del Contrato, el Operador suscribirá e integrará CP, obligándose a mantener dicha inversión durante toda la vigencia del negocio. Ello le confiere un estatuto jurídico especial pues es fideicomitente en tanto transfiere recursos al patrimonio fiduciario, es el único Beneficiario identificado y en tanto Operador será quien lleve adelante el Plan de Negocios.

En tal sentido cabe estar a la lectura íntegra del Capítulo IX del Prospecto Informativo, resumiendo en este informe que la empresa CAMBIUM fue creada en el año 2005, con casa matriz en Concepción, Chile. Sus accionistas directos son Cambium Ltda., una sociedad constituida en la República de Chile, con un 99,9% de tenencia accionaria y Cambium S.A., una sociedad anónima constituida en la República de Chile con un 0,1% de tenencia. Por su parte, Cambium S.A. pertenece en un 99,9% a Cambium Ltda. Cambium Ltda., pertenece por partes iguales (20% de las cuotas sociales cada una de ellas) a 5 sociedades de inversión chilenas: Ligna Ltda, Alerce Ltda, Tineo Ltda. Carbanc Ltda., y El Molino Ltda. Las personas físicas que controlan individualmente cada una de dichas sociedades de inversión (con al menos un 50% del capital social correspondiente a cada sociedad de inversión) son las siguientes: Ligna Ltda., Mariana Inés Löbel De la Fuente; Alerce Ltda., Manuel Isidoro Amigo Latorre; Tineo Ltda., Simón Pedro Berti Sanhueza; Carbanc Ltda., Juan Pablo Carrasco Asenjo y El Molino Ltda., José Pedro Barja Melis.

## **(ii) Aspectos objetivos. El derecho de participación de los Titulares**

Según viene dicho, en ese bloque seleccionamos algunos aspectos estructurales de relieve desde la perspectiva de los beneficiarios y en orden al óptimo cumplimiento del emprendimiento forestal. Ellos son:

- a) las autorizaciones administrativas previas del proyecto, en tanto son establecidas como condiciones resolutorias;
- b) las exigencias contractuales impuestas al Operador,
- c) la injerencia de los Titulares en la marcha del negocio forestal, en especial a través del Comité de Vigilancia y
- d) el plazo del Fideicomiso.

### **a. Autorizaciones Previas**

La información sobre este crucial aspecto está explicada con suficiencia en el **Capítulo VIII del Prospecto** y las **cláusulas 1.3 y 15.1 (B) del Contrato**.

En efecto, se comete al Fiduciario la gestión de las autorizaciones administrativas relacionadas con la adquisición de las tierras y sus ampliaciones en el contexto de la Ley 18.092, y su reglamentación, así como los trámites ante el Instituto Nacional de Colonización, aunque en este caso más que una autorización, se trata de instar al ente público a ejercer un derecho legal de preferencia (artículo 35 de Ley 11.029 en redacción dada por Ley 18.187). El Operador, por su parte, deberá gestionar las autorizaciones ante el Poder Ejecutivo relacionadas con el plan de negocios, a saber: la aprobación del plan ante la Dirección General Forestal del MGAP y la Autorización Ambiental Previa (AAP) ante la DINAMA – MVOTMA.

Las autorizaciones del Poder Ejecutivo que ordena la Ley 18.092 y su Decreto reglamentario N° 225/007, refieren a la titularidad del fideicomiso del derecho de propiedad sobre los inmuebles rurales que sean adquiridos así como explotaciones a desarrollar. 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 el Operador deberá presentar el plan forestal ante la Dirección General Forestal del MGAP a efectos de su aprobación y la concesión de los beneficios fiscales, actuaciones que demandan aproximadamente tres meses. Finalmente y por tratarse de un emprendimiento forestal nuevo y mayor a 100 hectáreas, según las disposiciones del Decreto N° 349/005, el Operador deberá solicitar la AAP es otorgada por la Dirección Nacional de Medio Ambiente (DINAMA) en la órbita del MVOTMA.

Todas estas autorizaciones están pautadas como condiciones resolutorias del Fideicomiso en la cláusula 15 del Contrato literal (B), que conviene reproducir: *“...el presente Contrato y el Fideicomiso que aquí se constituye, podrá resolverse de pleno derecho por decisión de los Beneficiarios Supra Mayoritarios en Asamblea de Beneficiarios (...) en caso que ocurriera cualquiera de los siguientes eventos: (a) si transcurrido el plazo de 1 año contado desde la fecha del Primer Día de Emisión no se obtuviera la Autorización de Tierra, (b) en caso que el régimen legal vigente o las autoridades competentes, impidieran al Fiduciario ser titular de inmuebles, rurales, a nombre del Fideicomiso; (c) si transcurrido el plazo de 5 años contados desde la Fecha del Primer Día de Emisión no se hubiera obtenido la aprobación por la Dirección General Forestal del Ministerio de Ganadería Agricultura y Pesca del plan forestal y/o no se obtenga la Autorización Ambiental Previa expedida por la Dirección Nacional de Medio Ambiente del Ministerio de Vivienda, Ordenamiento Territorial y Medio Ambiente, cuando corresponda, respecto de la totalidad de los Inmuebles adquiridos por el Fideicomiso...”*.

### **b. Obligaciones del Operador.**

Este tipo de fideicomisos financieros requieren ser desarrollados y dirigidos por un especialista en la materia, comúnmente denominado operador o administrador. Esto implica que obligaciones en principio perteneciente al fiduciario, se desplazan 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 (Administración Forestal) o dentro del propio contrato constitutivo del fideicomiso. En la especie sucede lo primero y a nuestro juicio la delegación es plenamente válida y eficaz, aunque la Ley 17.703 no lo diga expresamente. En todo caso, la transferencia no comprende aquellas obligaciones que la ley pone en cabeza del fiduciario de forma indelegable: emitir los valores, administrar el patrimonio fiduciario, adquirir y enajenar los inmuebles, rendir cuentas de su gestión, llevar una contabilidad separada y pagar los derechos emergentes de los CP en las oportunidades pactadas.

Desde el punto de vista jurídico lo relevante está en la cláusula 4 del Contrato, bajo el rótulo Gestión e Implementación del Proyecto, aspectos todos que se encuentran replicados y más desarrollados a lo largo del Contrato de Administración Forestal.

El Operador deberá dirigir el proceso de identificación de los inmuebles para su posterior adquisición por el Fideicomiso, la plantación y explotación forestal y finalmente el proceso de enajenación de la madera y los inmuebles. En todas estas etapas que podríamos graficar como la fase dinámica del Fideicomiso, el Fiduciario cumple funciones primordialmente de administración del patrimonio, en tanto otorgante de las decisiones que adopten el Operador o los Beneficiarios, reunidos en Asamblea o a través del Comité de Vigilancia, según los casos. Esto queda de manifiesto con toda claridad con la lectura de todos los pasos preparatorios desde la selección de un inmueble hasta la efectiva compra y la futura enajenación de los mismos al finalizar la explotación de los bosques.

Por otro lado, la convención reglamenta la intervención de terceros que se vinculan al Fideicomiso por servicios que prestan al emprendimiento. En este elenco se destaca a los Tasadores Independientes (artículo 4.4), y los Contratistas (artículo 4.5). En el primer caso la previsión relevante es que el Operador deberá comunicar al Fiduciario y al Comité cuando se haya plantado el 80% del total del área proyectada para plantar. Desde ese momento el Fiduciario tendrá dos años para contratar a los tasadores para que elaboren las tasaciones anuales de todos los inmuebles y bosques. En cuanto a los Contratistas, la cláusula 4.5 comienza diciendo: *“El Operador será el único y exclusivo responsable por seleccionar, negociar términos y condiciones de la contratación y controlar la ejecución de los contratos con los Contratistas que presente tareas para el Fideicomiso”*. Luego dispone que el Fiduciario contratará una empresa de auditoría laboral para que certifique en forma mensual el cumplimiento de las obligaciones laborales y en particular las atinentes al régimen legal de tercerización del trabajo, de acuerdo a las Leyes 18.099 y 18.251.

### c. Actuación de los Titulares.

En la medida que el derecho de los Titulares está condicionado al resultado económico del emprendimiento, quien invierte está asumiendo compartir los riesgos de una actividad productiva desarrollada por otros y sobre la cual no tienen un poder de dirección directo. En este marco de riesgo compartido y delegación de la actividad productiva en una persona distinta al Fiduciario, adquieren particular relevancia las prerrogativas que se confieren a los Beneficiarios para incidir en el destino del negocio; actuación que se canaliza básicamente a través de las Asambleas y con el control y fiscalización encomendado al Comité de Vigilancia.

**Régimen de Asambleas. Mayorías.** Todos los aspectos están plasmados en el artículo 12 del Contrato. En cuanto a las competencias, el principio es que la Asamblea resuelve cualquier tema que se proponga por el voto de **Beneficiarios Mayoritarios**, esto es: *“Beneficiarios que representen en cada caso más del 50% del monto total de los Certificados de Participación emitidos y en circulación”*. Para algunas decisiones particulares y detalladas en la cláusula 12.5 (B) se requiere una mayoría especial de **Beneficiarios Supra Mayoritarios**, definidos como *“el voto conforme de uno o más Beneficiarios que representen el 75% del monto de los Certificados de Participación y en circulación”*. Estas decisiones son:



- (i) transferir el patrimonio fiduciario como unidad a otro fiduciario (art. 32 lit a de la Ley 17.703);
- (ii) modificar el Contrato de Fideicomiso, el Documento de Emisión y el Contrato de Administración Forestal;
- (iii) determinar el incumplimiento del Fiduciario y/o del Operador, así como iniciar juicio contra ellos como consecuencia de los incumplimientos;
- (iv) disponer la extinción del Fideicomiso en supuesto de insuficiencia patrimonial (art. 31 Ley 17.703) o en las hipótesis contractualmente previstas (cláusulas 1.2, 13.1 y 15.1 (B));
- (v) resolver la remoción del Operador y del Fiduciario en los casos previstos;
- (vi) constituir el Comité de Vigilancia, sustituir la Entidad Representante;
- (vii) decidir sobre la Distribución Anticipada de Sumas Excedentes y efectuar una nueva emisión para los casos en que la mora en la integración comprometa la implementación del plan de negocios.

**Comité de Vigilancia.** No obstante lo anterior, los fideicomiso que desarrollan actividades productivas que implican la combinación de trabajo y capital y donde el tiempo se mide en décadas; es una buena medida constituir un órgano designado por los propios beneficiarios para llevar adelante la fiscalización y controles permanentes sobre la marcha del negocio.

De suyo la actuación de este Comité se convierte en el principal instrumento de tutela del derecho de participación inherente a los valores a emitirse. Las competencias del Comité están listadas en la cláusula 8.3, y aquí se colaciona lo principal:

- a) fiscalizar la gestión y el cumplimiento general de las obligaciones que asumen el Operador bajo los contratos y el Prospecto;
- b) verificar que la información que reciba para ser brindada a los Beneficiarios sea veraz, suficiente y oportuna;
- c) participar y decidir lo que le corresponda en el procedimiento de adquisición y enajenación de los inmuebles;
- d) elaborar y presentar a los Beneficiarios y al Fiduciario los informes detallando las tareas de fiscalización y controles realizados;
- e) aprobar la oferta final de las compras de Madera;
- f) autorizar la contratación con Entidades Vinculadas al Operador (véase cláusula 3 lit I del Contrato de Administración Forestal);
- g) revisar todos los resultados de todas las auditorías técnicas que se elaboren y
- h) aprobar el Presupuesto Anual del Fideicomiso.



Es importante tener en cuenta que se establece como condición resolutoria del Contrato si el Comité no estuviera constituido dentro de los 45 días siguientes al Primer Día de Emisión. Agregar finalmente, que no podrán ser miembros del Comité los accionistas, controlantes, quienes ocupen cargos de dirección o gerencia, síndicos, miembros de cualquier órgano de control interno del Operador y/o Fiduciario, o quien sea una Entidad Vinculada al Fiduciario o al Operador.

#### d. El plazo del fideicomiso

En el Contrato se establece un **plazo de 26 años** para el Fideicomiso a partir de la Emisión y la posibilidad de la extinción anticipada en cualquier momento y su extensión o prórroga **por 5 años, totalizando un plazo de 31 años** (cláusula 1.2 y replicado en el Prospecto). Esta posibilidad de extensión es eventual y además prerrogativa privativa de los Beneficiarios Supra Mayoritarios. Precisamente por esto último es que debo enfatizar que **la extensión propuesta no está permitida por la Ley 17.703, que establece un límite máximo de 30 años**. Antes de analizar en concreto el punto es dable señalar que este es el primer fideicomiso financiero informado por el suscrito donde se propone exceder dicho límite. Cerrando el círculo en torno a los fideicomisos financieros forestales, todos los antecedentes establecían – con variantes en la forma de su determinación – plazos que no excedían la frontera de los 30 años y no se advierte qué singularidad presenta éste proyecto forestal que requiera un año más de vigencia. Harina de otro costal. Lo importante es que la iniciativa propone la supremacía de la autonomía privada por sobre el texto legal, de tal suerte que la norma legislativa vendría a ser supletoria de la ley de las partes que es el contrato.

Veamos, el término de 30 años está mencionado en el artículo 33 que disciplina las **causales de extinción del fideicomiso** y en su literal b) dice: *“El cumplimiento del plazo o condición resolutoria a que se hubiese sometido. En caso de no haberse dispuesto plazo alguno, el máximo legal será de 30 años. Toda condición resolutoria de que penda la restitución de bienes fideicomitados que tarde más de treinta años en cumplirse, se tendrá por verificada llegado dicho plazo”*.

Si tomamos la primera frase, que parecería ser la que ambienta el pacto de marras, vemos que las palabras **máximo legal** obturan toda posibilidad de exceso y no sugieren que el plazo de 30 años sea supletorio del silencio convencional. El legislador usa un giro pleonástico justamente para enfatizar que las partes pueden fijar el plazo que entiendan sin franquear ese límite legal. La redacción siempre es perfectible pero en la posición que modestamente defiende y en interpretación literal (siempre es la primera), las palabras *máximo legal* tienen una explicación concreta en la intelección del legislador. Para quienes defienden que las partes pueden fijar un plazo superior a 30 años, el giro máximo legal carece de cualquier sentido. Tampoco tendría asidero sostener que la norma establece un plazo supletorio ante el silencio. Léase por hipótesis sin esas dos palabras *“En caso de no haberse dispuesto plazo alguno, será de 30 años”*. En este caso sería más defendible que las partes fijaran un plazo mayor a 30 años, pero véase que si no estipulan plazo concreto (hipótesis normativa), el contrato tendrá obligatoriamente 30 años, nunca menos.


El asunto es más claro si observamos que el fideicomiso **no es necesariamente un contrato** y la norma bajo análisis **no habla en momento alguno de contrato de fideicomiso**, sino de fideicomiso a secas. Y no hay que buscar un argumento extra texto cuando es el primer artículo de la Ley 17.703 el que define al fideicomiso como **negocio jurídico**, concepto más amplio que comprende tanto a los fideicomisos de origen convencional como los constituidos por acto unilateral (el testamentario e incluso el fideicomiso financiero en hipótesis del inciso segundo del artículo 25). El artículo 1 ya informa sobre la temporalidad de la **propiedad fiduciaria**, pues ella debe ser restituida *“al cumplimiento del plazo o condición”*. Por su parte, el artículo 4 al referirse a los elementos del acto constitutivo dice en su literal c) *“El plazo o condición a que se sujeta la **propiedad fiduciaria**”*. En fin, no ahondaré pues todo esto es pacífico. En la ley negocio jurídico fideicomiso es el género, el contrato de fideicomiso es una especie y el fideicomiso financiero una subespecie. El artículo 33 dice **fideicomiso** sin distinciones de ningún tipo y es de toda lógica pues lo que se extingue no es el plazo de un contrato sino la propiedad fiduciaria, o si se prefiere, el **patrimonio de afectación** autónomo. Cierra el círculo y cristalizar la idea leer nuevamente la segunda frase de la norma: *“Toda condición resolutoria de que **penda la restitución de bienes fideicomitados** que tarde más de treinta años en cumplirse, se tendrá por verificada llegado dicho plazo”*. El destaque da cuenta de que la limitación temporal refiere al patrimonio del fideicomiso.

Por tanto, entiendo que el plazo de 30 años **refiere a la propiedad fiduciaria, cuya temporalidad es una característica esencial del negocio fiduciario** con independencia de su tipología constitutiva. Esta conclusión surge al armonizar al menos los artículos 1, 4 y 33 de la Ley. Empero, no quedaría completo este comentario si no señalara que esta norma del artículo 33 **es de orden público**. Si bien no lo dice, lo es desde el punto de vista sustancial. Las normas de nuestro Código Civil en materia de derecho sucesorio tampoco dicen ser de orden público y a nadie se le ocurre sostener que la autonomía de voluntad pueda derogar aquellas normas legales. Del mismo modo y para no salir del tópico plazo del fideicomiso, no tendría validez una disposición testamentaria que instituyera una propiedad fiduciaria por un lapso superior a los 30 años y sería muy forzado defenderla. La norma no distingue entre tipos de fideicomisos y no advierto ninguna razón por la cual el fideicomiso financiero deba quedar exento de esta regla. De hecho no hay ningún aspecto relacionado con el plazo que diferencie al fideicomiso financiero de los demás fideicomisos, contractuales o no. El único rasgo privativo o distintivo del fideicomiso financiero es que sus beneficiarios necesariamente tienen que ser tenedores de títulos y como consecuencia de la securitización de créditos.

En síntesis, el plazo del Contrato es válido pues se fijó en 26 años y ningún reparo merece. La contingencia jurídica sería que en su hora, la Asamblea resolviera efectivamente y por el voto conforme de Beneficiarios Supra Mayoritarios la extensión por el quinquenio anunciado. Ahí se ingresaría en un escenario de nulidad de tal estipulación, con todas las consecuencias que ello apareja a la interna del fideicomiso y en sus proyecciones externas, siendo la más notoria que la propiedad fiduciaria perdería el blindaje patrimonial que la Ley 17.703 le atribuye, resultando inoponible ante reclamos de cualquier tercero.

***En conclusión y salvo la objeción que viene de comentarse sobre el plazo, el negocio fiduciario cuenta con un razonable grado de cobertura, no advirtiéndose otros riesgos jurídicos asociadas al proceso de emisión.***

Montevideo, 17 de marzo de 2020.-



Dr. Leandro Rama