

Fideicomisos Financieros  
**Forestal I – Fondo de Inversión****Fiduciario:**

Bapro Mandatos y Negocios S.A.

**Fiduciantes:**

ANSES-FGS y Kevilmare S.A.

**Coordinador y Operador:**

Garruchos S.A.

**Calificación:**TDF “A – (ff)” Revisión Especial En  
Desarrollo  
CP “B – (ff)” Revisión Especial En  
Desarrollo**Calificación anterior:**TDF “A – (ff)” PE  
CP “B – (ff)” PE  
por UNTREF-ACR UP 04/07/2019  
**Tipo de informe:** Seguimiento**Metodología de Calificación:**Se utilizó la Metodología de  
Calificación de Riesgos para  
Fideicomisos Financieros aprobada  
por la CNV bajo la Resolución CNV  
17283/14**Analistas:**Verónica Saló, [vsalo@untref.edu.ar](mailto:vsalo@untref.edu.ar)  
Walter Severino, [wseverino@untref.edu.ar](mailto:wseverino@untref.edu.ar)  
Juan Manuel Salvatierra  
[jmsalvatierra@untref.edu.ar](mailto:jmsalvatierra@untref.edu.ar)**Responsable de la función de  
Relaciones con el Público:**Raquel Kismer de Olmos  
[rkolmos@untref.edu.ar](mailto:rkolmos@untref.edu.ar)**Fecha de evaluación:** 24/10/2019**Observaciones:** El presente informe  
de calificación no debe  
considerarse una publicidad,  
propaganda, difusión o  
recomendación de la entidad para  
adquirir, vender o negociar valores  
negociables o del instrumento de  
calificación.**Calificaciones**

Clase	Monto VN U\$S	Monto actualizado a Jun 2019 (\$)	Calificación	Revisión Especial	Calificación anterior
TDF	21.400.000	280.929.144.-	“A– (ff)”	En Desarrollo	“A–(ff)” PE
CP	15.000.-	226.366.-	“B – (ff)”	En Desarrollo	“B–(ff)” PE

**Fundamentos de la calificación**

La calificación se fundamenta principalmente en:

**Asignación de Revisión Especial En Desarrollo a la Calificación:** UNTREF ACR UP decidió asignar la Revisión Especial En Desarrollo al Fideicomiso Financiero Forestal I, con el fundamento de que la Asamblea de Inversores se ha abstenido de considerar la prórroga de la fecha de vencimiento del Fideicomiso y aún no ha aprobado el nuevo Plan de Inversión, de Producción y Estratégico (PIPE).**Gestión del operador:** Los ingresos por ventas del 1° semestre de 2019 superaron los 47 millones de pesos, evolucionando un +40% con respecto al 1° semestre de 2018. (Ver Anexo III). El resultado total fue ganancia por más de 57 millones de pesos. La venta y la expropiación de bienes de uso por 55 millones de pesos y el recupero del impuesto diferido a las ganancias por 273 millones de pesos son el fundamento de la ganancia de este período de seis meses.**Relación Deuda / Valor:** El patrimonio forestal representa 4,06 veces los títulos de Deuda Fiduciaria (TDF), y 3,88 veces el total de los pasivos más los Certificados de Participación (CP) al 30-06-2019. UNTREF ACR UP considera estas relaciones muy adecuadas para la explotación.**Evolución Deuda / Valor:** Desde el 31 de diciembre de 2010 al 31 de diciembre de 2017, el valor de la explotación aumentó en casi 14 millones de dólares, significando un aumento de valor de aproximadamente del 46%. A fines de Junio 2019, producto de la devaluación acumulada del peso, y al no haberse repuesto con nuevas plantaciones las ventas del período, la valuación de la explotación cayó tres millones quince mil dólares con respecto a 31 de diciembre de 2010.**Evolución del valor residual de los TDF y CP:** El rendimiento total de los TDF y CP al 30/06/2019 es de casi 8 millones de dólares y de 22,5 millones de dólares respectivamente, considerando la valuación contable para los TDF y el patrimonio neto contable como valores residuales (Ver Cuadro 6).

**Cuadro 1 – Cobertura Patrimonio Forestal (En miles de pesos).**

	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	30/06/2019
<b>Avalúo Forestal (1)</b>	121.330	208.301	250.685	326.942	455.758	663.856	752.907	836.748	1.155.513	1.139.397
<b>Estructura de capital</b>										
<b>TDF</b>										
<b>Capital</b>	60.842	60.443	63.505	66.107	75.919	77.823	109.711	141.401	218.922	274.400
<b>Intereses</b>	761	756	794	1.680	1.937	1.950	2.699	3.471	5.114	6.529
<b>Total</b>	61.602	61.199	64.299	67.787	77.856	79.773	112.410	144.872	224.036	280.929
<b>Certificados participación</b>	39	43	48	53	66	76	103	126	186	226
<b>Otros pasivos</b>	37.967	43.400	47.200	96.311	134.436	175.485	197.011	425.236	69.624	12.731
<b>Cobertura avalúo sobre TDF</b>	<b>1,97</b>	<b>3,40</b>	<b>3,90</b>	<b>4,82</b>	<b>5,85</b>	<b>8,32</b>	<b>6,70</b>	<b>5,78</b>	<b>5,16</b>	<b>4,06</b>
<b>Cobertura avalúo sobre total pasivos y CP</b>	<b>1,22</b>	<b>1,99</b>	<b>2,25</b>	<b>1,99</b>	<b>2,15</b>	<b>2,60</b>	<b>2,43</b>	<b>1,47</b>	<b>3,93</b>	<b>3,88</b>

- (1) Patrimonio Forestal Diciembre 2010 al 2014, realizado por la Universidad Nacional de Misiones – Facultad de Ciencias Forestales. Valuado en dólares y convertido al tipo de cambio oficial de cada periodo.  
Patrimonio Forestal Diciembre 2015, 2016, 2017 y 2018, realizado por la Universidad Nacional de Misiones – Facultad de Ciencias Forestales. Valuado en \$ de cierre de cada período.  
Patrimonio Forestal Junio 2019, realizado el Fideicomiso en base al realizado por la Universidad Nacional de Misiones – Facultad de Ciencias Forestales. Valuado en \$ del cierre del período.

Desde el 31 de diciembre de 2010 al 31 de diciembre de 2017, el valor de la explotación aumentó en casi 14 millones de dólares, significando un aumento de valor de aproximadamente del 46%. A fines de junio 2019, producto de la devaluación acumulada del peso, y al no haberse repuesto con nuevas plantaciones las ventas del período, la valuación de la explotación cayó tres millones quince mil dólares con respecto a 31 de diciembre de 2010.

## Liquidez

A Junio de 2019 la liquidez; los saldos de Caja y Bancos e Inversiones Temporarias, aumentaron más de 17 veces con respecto al cierre del 1º trimestre. (Ver Anexo I). Este incremento se debió a la venta y cobranza de 529 hectáreas de campo al Gobierno de la Provincia de Corrientes y a la cobranza de la indemnización correspondiente a la expropiación de una fracción de campo de 41 hectáreas por parte del mismo Gobierno Provincial.

De esta manera el ratio de liquidez es de 4,74 y considerando los saldos de Caja y Bancos, Inversiones Temporarias y Créditos por Ventas, (Liquidez Acida), el ratio es de 4,35. (Ver Anexo III).

### **Calidad del activo – Gestión del operador**

El coordinador y operador del proyecto, se ubica entre las primeras cinco empresas con mayor superficie forestada de la Argentina. Administra aproximadamente 36.000.- ha de tierras en la Argentina y además explota 21.000.- ha en Paraguay.

El 19 de Marzo de este año fueron tratados y aprobados por el Comité Ejecutivo, la prórroga hasta el año 2028 del Fideicomiso, y el nuevo Plan de Inversión, de Producción y Estratégico (PIPE), con el nuevo horizonte dado por la prórroga de la fecha de vencimiento. En la misma reunión se instruyó al fiduciario a que convoque a la Asamblea de Inversores para que proceda a considerar el nuevo PIPE y la prórroga de la fecha de vencimiento, de acuerdo al artículo 7.5.2. del Contrato de Fideicomiso.

El 31 de mayo de este año se reunió, en forma unánime, la Asamblea de Inversores del Fideicomiso Financiero Forestal I – Fondo de Inversión Directa, y se abstuvo de aprobar el PIPE y la prórroga de la fecha de vencimiento del fideicomiso. Asimismo resolvió encomendar al auditor externo del fideicomiso a que realice un estudio del impacto impositivo y patrimonial de la eventual liquidación del mismo a su vencimiento en marzo del año 2021 y al Fiduciario que evalúe el impacto de la liquidación del fideicomiso a su vencimiento en marzo del año 2021, y que también realice un informe comparativo a marzo del año 2028, si se implementará el PIPE aprobado por el Comité Ejecutivo.

### **Desempeño operativo**

Las cifras expuestas de la información contable al 30 de junio de 2018 y al 31 de diciembre de 2018, han sido reexpresadas en moneda de cierre del período de seis meses finalizado el 30 de junio de 2019 a fin de permitir su comparabilidad.

Los ingresos por ventas del 1º semestre de 2019 superaron los 47 millones de pesos, evolucionando un +40% con respecto al 1º semestre de 2018. (Ver Anexo III).

La explotación alcanzó un resultado operativo negativo de 263.3 millones de pesos fundamentado en una evolución negativa del resultado de producción de 258,3 millones de pesos. (Ver Anexo II).

El resultado total fue ganancia por más de 57 millones de pesos. La venta y la expropiación de bienes de uso por 55 millones de pesos y el recupero del impuesto diferido a las ganancias<sup>(1)</sup> por 273 millones de pesos son el fundamento de la ganancia de este período de seis meses.

Los resultados de producción reflejan los cambios cuali - cuantitativos de las plantaciones sometidas al proceso de transformación biológica, medidos desde el inicio del ejercicio hasta la fecha de cierre de cada ejercicio, o de la tala, lo que suceda primero.

Durante el primer semestre de 2019, el fideicomiso generó fondos por más de 55,6 millones de pesos. (Ver Cuadro 2).

<sup>1)</sup> El Decreto N° 382/2019 reglamentó el art. 205 de la Ley de Mercado de Capitales, determinando que los inversores titulares de certificados de participación de los fideicomisos financieros serán quienes tributen por la ganancia que estos fideicomisos obtengan.

Cuadro 2. Estado de flujo de efectivo.

AÑO	1º sem 2019
CAJA INICIAL (1)	3.459.474
CAJA FINAL (1)	59.108.396
Variación (aumento/disminución)	55.648.922
<b>Causas de las variaciones</b>	
AÑO	1º sem 2019
FLUJO DE FONDOS OPERATIVO	(3.165.000)
FLUJO DE FONDOS INVERSIONES	59.261.879
Resultado por exposición a los cambios en el poder adquisitivo de la moneda del efectivo	(447.957)
<b>FLUJO DE FONDOS NETO</b>	<b>55.648.922</b>

Fuente: EECC del Fideicomiso

## Desempeño de la serie

### (i) Evolución del rendimiento de los TDF y CP.

El rendimiento total de los TDF y CP al 30/06/2019 es de casi 8 millones de dólares y de 22,5 millones de dólares respectivamente, considerando la valuación contable para los TDF y el patrimonio neto contable como valores residuales (Ver Cuadro 3).

Cuadro 3. Resumen Inversión inicial, pago de servicios y principal, y valor residual. (En U\$S).

	TDF	CP
<b>Inversión Inicial</b>	-21.400.000	-15.000
<b>Rendimientos Pagados</b>	5.747.042	0
<b>Cancelación de capital</b>	16.792.484	0
<b>Valor Residual</b>	6.735.295	22.521.395
<b>Rendimiento Total</b>	<b>7.874.821</b>	<b>22.506.395</b>

Fuente: Elaboración propia con datos de los EECC

**(ii) Pago a los instrumentos:**

De acuerdo a lo establecido en el Contrato de Fideicomiso, el Comité Ejecutivo tiene la facultad de instruir al fiduciario a imputar los montos de cada distribución que correspondan a los Títulos de Deuda Fiduciaria en exceso de los montos correspondientes al pago del interés preferido devengado y a la amortización del capital de los Títulos de Deuda Fiduciaria.

El 2 de mayo de 2016, de acuerdo a lo previsto en el contrato de fideicomiso, el Comité Ejecutivo dio conformidad al pedido del Coordinador del Proyecto de no distribuir intereses y/o amortizaciones. El pedido se realizó en función del Flujo de Fondos y en razón de que durante el ejercicio 2016 el Fideicomiso debió incurrir en costos propios del ciclo biológico, cíclico y productivo de plantaciones forestales que repercutirán fuertemente en el margen bruto de la operación del Fideicomiso. El Coordinador ha indicado, también, que las actividades y sus consecuencias que generen dichos costos no son excepcionales, anormales, ni extrañas a la actividad, sino propias del ciclo natural productivo de una forestación de algo más de 10.000.- ha. <sup>(2)</sup>

Así también durante el resto del año 2016 y los años siguientes hasta el día de la fecha, en los avisos de pago presentados ante el Mercado de Valores de Bs. As. S.A. y la Bolsa de Comercio de Bs. As. (ahora en el denominado BYMA), el fiduciario informa la conformidad del Comité Ejecutivo y del Coordinador del Proyecto para no hacer efectivos los pagos de las distribuciones correspondientes a los Títulos de Deuda emitidos por el fideicomiso.

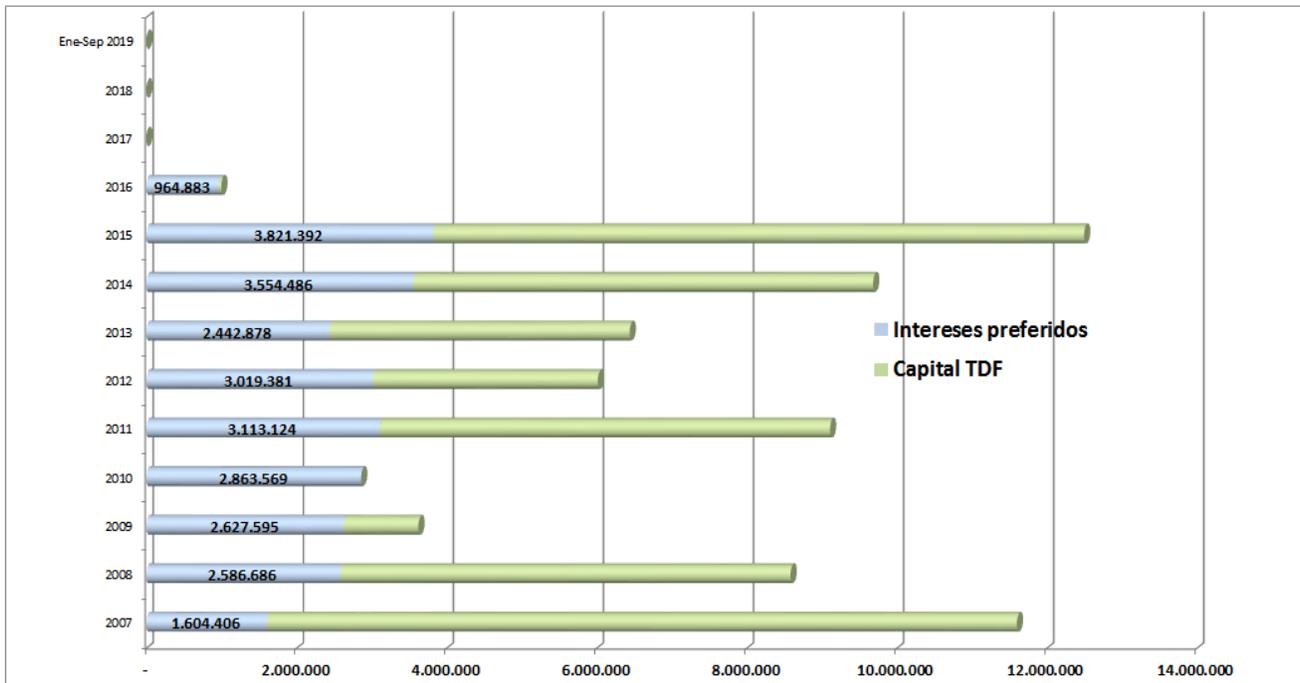
En la reunión del comité ejecutivo del 19 de marzo del corriente año se aprobó el presupuesto para el año 2019. El presupuesto consideró una propuesta de no distribución de Intereses Preferidos ni de amortización de los Títulos de la Deuda Fiduciaria y/o Certificados de Participación. Por haber hecho efectivo ingresos de fondos extraordinarios, por la indemnización de la expropiación de una fracción de campo, y por la venta de una parte de un establecimiento, ambos al Gobierno de la Provincia de Corrientes, el Coordinador del Proyecto deberá re proyectar el presupuesto 2019 contemplando estos ingresos extraordinarios y viendo la posibilidad de distribución de Intereses Preferidos y de amortización de los Títulos de la Deuda Fiduciaria y/o Certificados de Participación.

En el siguiente cuadro se detalla los últimos pagos realizados.

<b>Fecha de Pago</b>	<b>Intereses preferidos</b>	<b>Capital TDF</b>	<b>Total</b>
15/05/2015	961.182,61	38.817,39	1.000.000
14/08/2015	926.310,97	2.073.689,03	3.000.000
13/11/2015	957.871,04	1.542.128,96	2.500.000
16/02/2016	964.883,25	35.116,75	1.000.000

<sup>(2)</sup> Informado como hecho relevante, por el Fiduciario, con nota ingresada el 03/05/2016 en la Comisión Nacional de Valores.

A continuación mostramos la evolución histórica de los pagos realizados: (En pesos nominales de cada momento):



**(iii) Saldo de los instrumentos:**

Al 30/06/2019, según los estados contables del Fideicomiso, el saldo pesificado de los Títulos de Deuda Fiduciaria (TDF), actualizado por CER, más intereses capitalizados asciende a \$ 280.929.114.-, mientras que el saldo pesificado de los Certificados de Participación (CP) actualizado por CER asciende a \$ 226.366.-

**Observaciones de impacto macroeconómico, ambiental y social.**

El Fideicomiso Financiero Forestal I (FF Forestal I) está sujeto al cumplimiento de leyes y reglamentaciones con respecto al impacto de su actividad en el medio ambiente.

El objetivo del Plan de Inversión, de Producción y Estratégico garantiza la sustentabilidad de los recursos forestales en una forma amigable con el medio ambiente e inmerso en el rol de responsabilidad social que le compete al Fideicomiso.

El FF Forestal I ha logrado certificar sus bosques bajo normas del Forest Stewardship Council (FSC) de manejo forestal sostenible. Esta norma pretende un manejo sostenible de los bosques implantados concurrendo los aspectos sociales, ambientales y económicos para el desarrollo de los mismos.

El coordinador del proyecto, ha previsto los costos necesarios para mantener la certificación internacional del (FSC) bajo el certificado vigente SGS-FM/COC-001399.

ANEXO I – Estados Contables (En \$)

	<u>30/06/2019</u>		<u>31/12/2018</u>	
<b><u>ACTIVO</u></b>				
<b><u>ACTIVO CORRIENTE</u></b>				
Caja y Bancos	4.280.041	0,3%	1.558.009	0,1%
Inversiones Temporarias	54.828.354	4,4%	1.901.465	0,1%
Créditos por Ventas	24.367.666	2,0%	19.139.010	1,3%
Otros Créditos	4.207.087	0,3%	8.516.113	0,6%
Bienes de Cambio	3.332.648	0,3%	73.892.130	5,1%
<b><u>TOTAL ACTIVO CORRIENTE</u></b>	<b>91.015.796</b>	<b>7,4%</b>	<b>105.006.727</b>	<b>7,2%</b>
<b><u>ACTIVO NO CORRIENTE</u></b>				
Bienes de Cambio	290.411.340	23,6%	490.637.742	33,7%
Bienes de Uso	851.600.561	69,1%	859.981.967	59,1%
<b><u>TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE</u></b>	<b>1.142.011.901</b>	<b>92,6%</b>	<b>1.350.619.709</b>	<b>92,8%</b>
<b><u>TOTAL ACTIVO</u></b>	<b>1.233.027.697</b>	<b>100,0%</b>	<b>1.455.626.436</b>	<b>100,0%</b>
<b><u>PASIVO</u></b>				
<b><u>PASIVO CORRIENTE</u></b>				
Deudas Comerciales	10.383.035	0,8%	19.914.876	1,4%
Deudas Fiscales	1.519.621	0,1%	142.215	0,0%
Anticipos de clientes	773.528	0,1%	1.080.320	0,1%
Títulos de deuda fiduciaria	6.528.605	0,5%	6.260.955	0,4%
<b><u>TOTAL PASIVO CORRIENTE</u></b>	<b>19.204.789</b>	<b>1,6%</b>	<b>27.398.366</b>	<b>1,9%</b>
<b><u>PASIVO NO CORRIENTE</u></b>				
Deudas Fiscales	-	0,0%	274.714.104	18,9%
Títulos de deuda fiduciaria	274.400.539	22,3%	267.970.702	18,4%
Previsiones	54.987	0,0%	25.281	0,00%
<b><u>TOTAL PASIVO NO CORRIENTE</u></b>	<b>274.455.526</b>	<b>22,3%</b>	<b>542.710.087</b>	<b>37,3%</b>
<b><u>TOTAL PASIVO</u></b>	<b>293.660.315</b>	<b>23,8%</b>	<b>570.108.453</b>	<b>39,2%</b>
<b><u>PATRIMONIO NETO</u></b>	<b>939.367.382</b>	<b>76,2%</b>	<b>885.517.983</b>	<b>60,8%</b>
<b><u>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO</u></b>	<b>1.233.027.697</b>	<b>100,0%</b>	<b>1.455.626.436</b>	<b>100,0%</b>

ANEXO II – Cuadro de Resultados (En \$)

	<u>30/06/2019</u>		<u>30/06/2018</u>	
Período en meses	6		6	
<b>Resultado por producción</b>	<b>-258.316.987</b>	<b>-549%</b>	<b>-78.809.027</b>	<b>-234%</b>
Ingresos netos por venta	47.079.937	100%	33.722.707	100%
Costo de ventas	-46.346.668	-98%	-33.110.779	-98%
<b>Resultado por venta de bienes</b>	<b>733.269</b>	<b>2%</b>	<b>611.928</b>	<b>2%</b>
<b>Resultado Bruto</b>	<b>-257.583.718</b>	<b>-547%</b>	<b>-78.197.099</b>	<b>-232%</b>
Gastos de comercialización	-790.492	-2%	-667.336	-2%
Gastos de administración	-4.929.080	-10%	-3.774.376	-11%
<b>Total Gastos Operativos</b>	<b>-5.719.572</b>	<b>-12%</b>	<b>-4.441.712</b>	<b>-13%</b>
<b>Resultado Operativo</b>	<b>-263.303.290</b>	<b>-559%</b>	<b>-82.638.811</b>	<b>-245%</b>
Resultados Financieros y por tenencia	-7.872.409	-17%	-6.712.772	-20%
Otros ingresos y egresos netos	328.654.997	698%	-65.928	0%
<b>Ganancia antes de impuesto</b>	<b>57.479.298</b>	<b>122%</b>	<b>-89.417.511</b>	<b>-265%</b>
Impuesto a las ganancias	-	0%	9.690.938	29%
<b>Resultado Neto</b>	<b>57.479.298</b>	<b>122%</b>	<b>-79.726.573</b>	<b>-236%</b>

ANEXO III – Indicadores

	<u>30/06/2019</u>	<u>30/06/2018</u>
Resultado por producción	-258.316.987	-78.809.027
Ingresos netos por ventas	47.079.937	33.722.707
% variación período anterior	39,6%	-6,1%
Costo de ventas	-46.346.668	-33.110.779
Utilidad Bruta	-257.583.718	-78.197.099
Utilidad Operativa	-263.303.290	-82.638.811
Resultado Neto	57.479.298	-79.726.573
TDF / Patrimonio Neto	0,30	0,31
TDF/ Activo Total	0,23	0,19
Liquidez Corriente	4,74	3,83
Liquidez Ácida (Act. Cte. menos Otros Créditos e Inventarios)	4,35	0,82
Capital de Trabajo Neto Contable	71.811.007	77.608.361
% sobre ingresos netos por vta	152,5%	230,1%
Capital de Trabajo Neto sin Caja ni Inversiones	12.702.612	74.148.887
% sobre ingresos netos por vta	27,0%	219,9%

## Definición de las calificaciones asignadas

Títulos de Deuda Fiduciaria por VN U\$S 21.400.000.-: “A- ( ff)”. Revisión Especial En Desarrollo

Certificados de Participación por VN U\$S 15.000.-: “B -(ff)”. Revisión Especial En Desarrollo

Las emisiones o emisores calificados en “A” nacional, muestran una capacidad de pago de sus obligaciones buena, siendo más sensible ante cambios en las condiciones económicas, del sector o en el emisor, que aquellas con más alta calificación.

Las emisiones o emisores calificados en “B” nacional, muestran una capacidad de pago de sus obligaciones muy débil, comparativamente con otras emisiones o emisores nacionales.”

Los valores representativos de deuda o certificados de participación de fideicomisos financieros que correspondan a un fideicomiso financiero contarán con un indicador adicional “(ff)”.

Las calificaciones podrán ser complementadas por los modificadores "+" o "-", para determinar una mayor o menor importancia relativa dentro de la correspondiente categoría. El modificador no cambia la definición de la categoría a la cual se lo aplica.

La calificación bajo revisión especial indica la posible dirección de una calificación, enfocándose principalmente en hechos y tendencias de corto plazo que motivan que quede sujeta a una observación especial por parte de la ACR UP. Esto se puede dar en casos de fusiones, adquisiciones, cambios regulatorios, capitalizaciones, entre otros. Se destaca que una calificación se encuentre en revisión especial no implica que su modificación sea inevitable. La revisión especial puede ser:

- Positiva: la calificación puede subir.
- Negativa: la calificación puede bajar.
- En desarrollo: la calificación puede subir, bajar o ser confirmada.

El presente informe de calificación no debe considerarse una publicidad, propaganda, difusión o recomendación de la entidad para adquirir, vender o negociar valores negociables o del instrumento de calificación. El mismo debe leerse conjuntamente con la documentación legal, impositiva y el contrato de fideicomiso.

## Fuentes de información

La información recibida resulta adecuada y suficiente para fundamentar las calificaciones asignadas:

- I. Texto ordenado del Contrato de Fideicomiso Financiero al del 15 de marzo de 2011. Disponible en la Autopista de información de CNV ([www.cnv.gob.ar](http://www.cnv.gob.ar)).
- II. Estados Contables anuales del Fideicomiso Financiero. Disponible en [www.bolsar.com](http://www.bolsar.com).
- III. Estados Contables períodos intermedios al 31/03/2018 y al 31/03/2019. Disponible en [www.bolsar.com](http://www.bolsar.com)
- IV. Hechos Relevantes. Disponibles en la Autopista Financiera de CNV ([www.cnv.gob.ar](http://www.cnv.gob.ar)).
- V. Avisos de pago de servicios a los TDF. Disponible en [www.bolsar.com](http://www.bolsar.com)
- VI. Avalúo Forestal 2015, 2016, 2017 y 2018. Dictamen independiente de la Facultad de Ciencias Forestales - Universidad Nacional de Misiones.
- VII. Actas N° 31 y 32 de reunión de Comité Ejecutivo del Fideicomiso Financiero Forestal I.
- VIII. Acta de Asamblea de Inversores del 31 de mayo de 2019.

## Manual de calificación

Para realizar el presente informe se utilizó el Manual de la Metodología de Calificación de Riesgos para Fideicomisos Financiero aprobado por la CNV bajo la Resolución CNV 17283/14.

## Analistas a Cargo

Verónica Saló, [vsalo@untref.edu.ar](mailto:vsalo@untref.edu.ar)

Walter Severino [wseverino@untref.edu.ar](mailto:wseverino@untref.edu.ar)

Juan Manuel Salvatierra, [jmsalvatierra@untref.edu.ar](mailto:jmsalvatierra@untref.edu.ar)

## Responsable de la función de Relaciones con el Público

Raquel Kismer de Olmos, [rkolmos@untref.edu.ar](mailto:rkolmos@untref.edu.ar)

**Fecha de la calificación asignada:** 24 de octubre de 2019