

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

*Montevideo, setiembre de 2022*

---

4	RESUMEN GENERAL
7	I INTRODUCCIÓN
13	II EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACION
15	III LA ADMINISTRACION
20	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS
25	V EL ENTORNO
37	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

---

## Actualización de la Calificación Emisión de Oferta Pública 26 - setiembre - 2022

<b>Denominación:</b>	Fideicomiso Financiero Forestal Bosques de las Serranías.
<b>Fiduciario:</b>	EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.
<b>Administrador:</b>	Maderas del Uruguay S.A.
<b>Agente de Registro y Pago:</b>	EF Asset Management. Administradora de Fondos de Inversión S.A.
<b>Entidad Representante:</b>	Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay SA (BEVSA).
<b>Títulos emitidos:</b>	Certificados de Participación
<b>Moneda:</b>	Dólares americanos
<b>Importe de la emisión:</b>	USD 67.000.000.
<b>Fecha de Emisión:</b>	29 de mayo de 2020.
<b>Distribuciones:</b>	Toda vez que existan Fondos Netos Distribuibles, o a la venta de activos o por la distribución final de Fondos Netos Remanentes
<b>Activos del Fideicomiso:</b>	Inmuebles rurales y bosques forestales para el desarrollo de la actividad silvícola.
<b>Vigencia:</b>	hasta el 30 de abril de 2023 <sup>1</sup> .
<b>Plazo:</b>	22 años desde la emisión, con posibilidad de prórroga de hasta 8 años más.
<b>Calificación de Riesgo:</b>	BBB. uy
<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 actualizado la calificación de los certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero Forestal Bosques de las Serranías manteniendo la calificación BBB.uy de grado inversor.***

El proyecto consiste básicamente en la creación de un patrimonio forestal ubicado en el sureste del país, mediante la compra de unas 11.000 has de tierras para forestar aproximadamente un 58% y 6.000 has efectivas de tierras para forestar bajo contratos de arrendamientos. La especie elegida principalmente es Eucaliptus Smithii que se manejará para la producción de madera (astillas y rolos) destinada a producir pulpa de celulosa.

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

- Una construcción financiera que desde el punto de vista jurídico ofrece las garantías necesarias tal como se señalara en el informe jurídico que se adjuntara en la calificación original. ([www.care.com.uy](http://www.care.com.uy)).
- 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 los arrendamientos y de las plantaciones, el prendimiento de las mismas y el Incremento Medio Anual (IMA) (capítulo 6 del Contrato de Administración). Asimismo se considerarán porcentajes mínimos de avance del proyecto en los primeros años para condicionar, salvo razones de fuerza mayor, la nota a través de esta evaluación determinante del desempeño del fideicomiso. Por el momento estos estándares mínimos se vienen cumpliendo a satisfacción.
- De modo especial se evalúa la capacidad de gestión de la empresa Administradora del proyecto Maderas del Uruguay S.A. (Madelur), y sus dos socias Comercializadora Grupo Forestal S.A. y Foresur G.I.E. Las empresas poseen una sólida reputación nacional e internacional en este sentido, con clientes de primera línea, y se someten a diversos controles de gestión.
- Un negocio que desde el punto de vista económico financiero para el inversor soporta los stresses ajenos al mismo a los que razonablemente la emisora ha sometido el proyecto. CARE a su vez en la calificación original realizó diversas sensibilizaciones adicionales consistentes con lo anterior que se resumen en la Sección IV. En esta oportunidad se actualiza el Costo de Oportunidad del Capital, manteniéndose las perspectivas satisfactorias.
- Se destaca la alineación de incentivos entre el Fideicomiso y el Operador ya que este último reforzó su compromiso con el proyecto comprometiendo la adquisición de certificados de participación, por USD 5,36 millones, un 8% del total. Por el momento viene cumpliendo con el compromiso de integración en las capital calls realizadas.

- Al 30 de junio de 2022, con la concreción de la compraventa de un campo 1.006,5 ha (mayo de 2022), se alcanza un total de 10.852,3 hectáreas, un 98,7% del objetivo establecido, con lo que culminarían las compras de inmuebles a menos de dos años del inicio del proyecto. En cuanto a los arrendamientos de tierras para forestar, se han firmado 6 contratos con productores por 608 ha efectivas, y 7 cartas de intención con productores que suman unas 967 ha adicionales. De concretarse todos estos acuerdos se estarían alcanzando 1.575 ha efectivas para arrendar con 13 productores. Esta superficie representa el 26,3% del área objetivo de 6.000 ha. Se sigue trabajando en la búsqueda de nuevos negocios
- La superficie forestable estimada es de unas 6.280 hás (1,6% menos que lo establecido en el prospecto), lo que arroja un aprovechamiento de 58% y están ubicadas a una distancia promedio de 196 Km de Montevideo, todos estos indicadores en línea con lo proyectado. El precio promedio pagado estuvo un 6% por encima del precio proyectado en el prospecto. En el año 2022 entre las plantaciones de otoño y primavera se plantarán 2.411 hectáreas en campos propios y 428 hectáreas en los campos arrendados, más de un 90% de la variedad Smithii, en línea con lo proyectado.
- El mercado internacional de la madera, y en concreto de las maderas con destino a celulosa (el principal mercado objetivo de este fideicomiso), ha mostrado un marcado aumento en la demanda y en los precios a partir del mes de marzo de 2021. Luego de la fuerte caída de los mercados de las materias primas en general (celulosa en particular), agravado por el Covid-19, los mercados evidenciaron un fuerte rebote al alza. El precio internacional de la celulosa creció hasta fines del año 2021 para luego mantenerse relativamente estable durante los primeros meses de 2022, para volver a crecer en los meses más recientes. En este sentido, la demanda internacional por celulosa y chips se ha recuperado y viene mostrando una buena perspectiva para los años próximos, manteniendo la tendencia de largo plazo. La demanda interna por madera con destino a las plantas de celulosa crecerá cuando se ponga en funcionamiento la tercera planta de celulosa en el país, pudiendo incluso generarse una cierta tensión sobre la oferta. En la Sección V se analiza la información y se profundiza sobre estos aspectos.
- Por su parte, el mercado de tierra agrícola (incluida la forestal) presenta para el largo plazo tendencias de incremento en sus precios, como consecuencia del aumento sostenido de la demanda de alimentos y madera y a que en general las posibilidades de expansión de la frontera agrícola está cada vez más limitada. Para el caso del Uruguay, los incrementos esperados en los precios de la tierra serán seguramente más moderados que los ocurridos en la década entre 2004 y 2014. No obstante, para el corto y mediano plazo podría verificarse un nuevo ciclo alcista en los valores nominales de la tierra, por encima de la tendencia de largo plazo. Esto sería como consecuencia de la suba en los precios de los productos, la caída del precio de la tierra en los últimos años y la elevada inflación internacional. DIEA publicó en marzo de este año los precios de la tierra para el año 2021, dando cuenta de un incremento de un 6,2% en relación al año anterior.

- Respecto de las políticas públicas, se han despejado las amenazas que se habían creado respecto de un posible cambio en la política hacia el sector forestal. No obstante, para este Fideicomiso en particular es probable que la aplicación del decreto 405/21, pueda imponer ciertas trabas y dificultades para el acceso a los permisos forestales ya sean de la DGF o de la DINACEA. No se advierten mayores amenazas en lo que respecta a las políticas públicas, salvo las referidas a las regulaciones referidas.

## I. INTRODUCCIÓN

### 1. Alcance y marco conceptual de la calificación

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

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

El marco conceptual de esta calificación supone un ejercicio prospectivo por el cual se confiere una nota que califica el desempeño esperado del fideicomiso, su capacidad de generar en el tiempo utilidades, conforme al proyecto de ejecución del negocio forestal que su administración está mandatada a realizar. Admitido el rango de TIRs derivado de múltiples simulaciones, como razonable para el proyecto en la primera calificación, las siguientes no se vinculan estrictamente con la obtención de estas cifras. 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 Martínez, Julio Preve y Adrián Tamber. Asimismo, en oportunidad de la calificación original, CARE contrató los servicios del Dr. Leandro Rama.

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.

## 2. Antecedentes generales y hechos salientes del período

### o Antecedentes generales

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

El Fideicomiso se mantendrá vigente por un plazo de 22 años contados a partir de la primera fecha de integración, sin perjuicio de lo anterior dicho plazo podrá extenderse por hasta un máximo de 8 años (es decir, hasta los 30 años), para lo cual será necesario contar con la previa aprobación de una mayoría especial de titulares

Las principales características del proyecto son:

- Estructuración de una opción de inversión a largo plazo para el desarrollo de una masa forestal sostenible, mediante la adquisición de inmuebles rurales (compra de inmuebles) y arrendamientos; y la comercialización de madera para pulpa de celulosa (astillas o rolos) principalmente en el exterior.
- Administración a cargo de Maderas del Uruguay S.A. (MADELUR), integrada por Comercializadora Grupo Forestal S.A. y Foresur G.I.E., empresas con probada habilidad en la administración de patrimonios forestales, comercialización y exportación de madera (rolos y astillas).
- La inversión será destinada a la creación de un patrimonio forestal, mediante la compra de aproximadamente 11.000 ha de tierras totales y 6.000 ha efectivas de tierras para forestar bajo contratos de arrendamientos. La ubicación del proyecto será en la zona sureste, en los departamentos de Lavalleja, Maldonado, Rocha, Treinta y Tres, Florida y Canelones.
- Se forestará con las especies: Eucaliptus smithii (principalmente) y Eucaliptus dunnii, se realizarán dos turnos de cosecha, manejadas para la producción de madera pulpable para la industria de la celulosa, con destino a la comercialización en el mercado uruguayo e internacional. Se forestará aproximadamente el 58% de la superficie de los campos comprados para alcanzar a las 6.380 hectáreas de bosques. Asimismo se arrendarán para plantar 6.000 hectáreas efectivas, por lo que la superficie total de bosques a explotar sería de 12.380 hectáreas.
- El E. Smithii se plantará en el 90% de la superficie de los campos propios y en el 100% de los arrendados. Esta especie viene a sustituir el E. Globulus en el sur del país, ya que este último viene mostrando problemas sanitarios crecientes. El E. Smithii tiene buen rendimiento pulpable, buena adaptación a los suelos y el clima del sur del país, un buen IMA y una buena demanda comercial. Las empresas vinculadas al Administrador ya lo vienen plantando y a su criterio estarían probadas sus ventajas.



- Las inversiones del proyecto están constituidas fundamentalmente por la compra de tierras y la implantación de los bosques (74%).
- El proyecto está diseñado para que se haga la plantación de las 12.360 hectáreas de los bosques en tres años, estimando la primera tala rasa en el año 9 y la segunda producto del manejo de los rebrotes a partir del año 18. La producción esperada total de madera pulpable sería de 5,2 millones de m<sup>3</sup>, en los dos turnos de cosecha.
- Los supuestos utilizados en el proyecto (IMA, precios de la madera, tasas de evolución, etc.) son consistentes con otros proyectos forestales de oferta pública calificados por CARE.
- Al cierre del proyecto el ingreso total estimado por ventas a valores actuales descontados a un 5% durante 20 años, corresponderá en un 86% a la venta de madera, un 13% a la venta de la tierra al final del proyecto, y 1% a ingresos por pastoreo.
- Según el Prospecto de emisión, para la situación de base, la TIR para el inversor se ubicaría en 10,03%. Si bien esa TIR fue estimada sobre la base de supuestos razonables, CARE sensibilizó el flujo suponiendo situaciones menos favorables en la evolución de los precios de la madera y de la tierra. Esta sensibilización se presenta en la Sección IV.
- El 29 de mayo de 2020 se suscribieron Certificados de Participación del Fideicomiso por un valor nominal de USD 67.000.000 (sesenta y siete millones de dólares estadounidenses), el operador se comprometió a ir adquiriendo el 8% de la emisión USD 5.360.000 (cinco millones trescientos sesenta mil dólares estadounidenses).
- Inmediatamente después de la emisión el operador comenzó la fase de evaluación y selección de los campos a comprar o arrendar. En paralelo se fueron presentando los proyectos de plantación en la DINACEA y a la Dirección Forestal del MGAP, en algunos casos previo a la firma de las compraventas a los efectos de ir ganando tiempo.
- El contrato de fideicomiso establece ciertos estándares mínimos de desempeño que deben cumplirse como forma de evaluar la correcta marcha del proyecto, estos son:
  - Dentro de los primeros 2 años, a contar desde la fecha de emisión, deberá comprarse y/o arrendarse al menos el 50% de las tierras definidas en el plan de negocios; y el 90% en cuatro años.
  - Sobre las superficies compradas y/o arrendadas, se deberá haber plantado un 80% de las áreas forestables como mínimo, cuando hayan transcurrido un plazo de 12 meses desde la entrega de los campos por parte de los vendedores. Cuando se requiera aprobación de DINAMA o Intendencias Departamentales, el plazo no correrá hasta la aprobación de dichos organismos, siempre que el Administrador haya presentado el proyecto antes de los 6 meses de la recepción del mismo.

- Deberá lograrse un prendimiento promedio mínimo de 70% al cuarto mes luego de terminada la plantación. A los 8 y 12 meses de terminada la plantación se seguirán realizando monitoreos (en menor intensidad) mediante instalación de parcelas permanentes para determinar la evolución de prendimiento.
- Cumplimiento del presupuesto. Se evalúa al final del año.
- El Incremento Medio Anual (IMA) deberá ser superior al 75% del establecido en la curva de menor crecimiento del modelo. Se evalúa a partir del 5to año de edad.
- Obtener y mantener la certificación forestal bajo estándares internacionales tales como FSC (Forest Stewardship Council): Se prevé implementar la certificación a partir de los 5 años de edad de los bosques.

### o Hechos salientes del período

- Las actividades del administrador durante el primer semestre del año se centraron en el avance de las actividades de las tareas silvícolas previstas para las plantaciones de otoño primavera de 2022 (en campos propios y en campos arrendados). Asimismo se continuó con la búsqueda, selección y análisis de los potenciales inmuebles rurales a arrendar.
- El 25 de mayo de 2022 se firmó la compraventa de un campo de 1006,5 has, dando de esta forma por finalizada la compra de inmuebles por parte del Fideicomiso. Con esta compra se habría alcanzado a unas 10.852 hectáreas lo que representa el 98,7% de la superficie prevista en el prospecto. Esta superficie en proceso de adquisición permitiría plantar un área efectiva de 6.280 hectáreas que sería el 98,4% del objetivo de plantaciones en tierras propias. Este proceso de compra se cumplió en menos de dos años desde la emisión, un plazo menor al establecido en el prospecto.

**CUADRO 1. Características de los predios adquiridos por el Fideicomiso**

Localización	Situación	Hás totales	Has Forestables	Porcentaje forestable	Distancia a Montevideo
Lavalleja	Plantado	700	361	52%	180
Lavalleja	Plantado parte	1.224	697	57%	223
Lavalleja	Cosecha y replante	1.353	785	58%	189
Lavalleja	Plantado	403	262	65%	241
Lavalleja	Plantado parte	395	213	54%	185
Florida	Plantado parte	722	433	60%	153
Lavalleja	Plantado	117	71	61%	241
Lavalleja	Plantado parte	2.214	1362	62%	201
Lavalleja	Gestión de proyecto	2.711	1577	58%	190
Lavalleja	Gestión de proyecto	993	523	53%	195
<b>Total</b>		<b>10.832</b>	<b>6.280</b>	<b>58%</b>	<b>196</b>
<b>PROSPECTO</b>		<b>11.000</b>	<b>6.380</b>	<b>58%</b>	<b>200</b>

Fuente: En base al operador y el comité de vigilancia

- El precio promedio de adquisición de los campos del fideicomiso se ubicó en 2.882 dólares por hectárea, un 6% por encima de lo establecido en el prospecto (2.720 dólares por hectárea).
- El proceso de arrendamiento de tierras ha venido un poco más lento que lo previsto, aunque en conjunto se viene cumpliendo con los estándares mínimos comprometidos. Se han firmado 6 contratos con productores por 608 ha, y 7 cartas de intención que suman 967 ha adicionales. Concretando estos acuerdos se estarían alcanzando 1.575 ha efectivas para arrendar con 13 productores. Esta superficie representa el 26,3% del área objetivo de 6.000 ha.

**CUADRO 2. Contratos y superficies arrendadas**

Concepto	Hás	N. Productores
Contratos Firmados	608	6
Carta de intención firmadas	967	7
Negociaciones en proceso	1.150	13
Interés inicial	1.835	24
Negocios propuestos	7.900	61
<b>PROSPECTO</b>	<b>6.000</b>	

Fuente: el Operador

- Según informa el operador, la naturaleza de los contratos de arrendamiento, con plazos mayores a 20 años (dos turnos de cosecha), escaso margen para negociar los ajustes, y sumado a un importante incremento de los valores de la carne, granos, etc.; han hecho que las decisiones de los productores insuman mucho más tiempo de lo esperado, lo que ha generado un avance más lento en los objetivos planteados de las cantidades de hectáreas a arrendar.
- Los campos que se adquirieron durante el 2021 se van a forestar todos en la próxima primavera, a excepción de uno en donde aún no ha sido aprobado el permiso por parte de la DINACEA. En este sentido, se viene cumpliendo con los compromisos mínimos.
- En relación al prendimiento, todas las plantaciones ya realizadas cumplen a la fecha con el estándar mínimo exigido, con un rango de prendimientos entre el 73 y 93%. Para el total de la superficie plantada en el 2021, se está logrando un prendimiento promedio a los 8 meses de 87%, superando el mínimo exigido de 70%.
- Se continúa con los trámites administrativos en Dirección General Forestal, DINACEA e Intendencias de los campos a plantar en la próxima primavera de 2022, todas las plantaciones planificadas para este año cuentan con los permisos administrativos necesarios. Queda solamente un predio comprado en 2021 sin su permiso, que quedará para plantarse en 2023. También en este indicador se viene cumpliendo con requisitos establecidos en el contrato.

### **3. Información analizada**

La información analizada fue la siguiente:

- Estados Contables intermedios del Fiduciario al 30/06/2022.
- Estados Contables intermedios del Fideicomiso al 30/06/2022.
- Estados Contables de Maderas del Uruguay SA, al 31 de diciembre de 2021 con informe de auditoría.
- Informes trimestrales del operador el último al 30 junio de 2022.
- Informe trimestral del comité de vigilancia, el último al 14/04/2022.
- Información del Sector Forestal.
- Informes de calificación de otros fideicomisos análogos.

## II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

Se ofrecieron en oferta pública certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero Forestal Bosques de las Serranías, creado por contrato correspondiente de fideicomiso financiero. Este contrato, los certificados y los demás contratos citados se analizan en la presente sección.

### 1. Descripción general

**Denominación:** Fideicomiso Financiero Forestal Bosques de las Serranías

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

**Administrador:** Maderas del Uruguay S.A.

**Agente de Registro**

**y Pago:** EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.

**Entidad**

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

**Títulos a**

**emitirse:** Certificados de participación escriturales

**Activos del**

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

**Moneda:** Dólares americanos

**Importe de**

**la Emisión:** USD 67.000.000

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

**Calificación**

**de Riesgo:** BBB.uy

### 2. El análisis jurídico

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

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

*... Se puede adelantar, como concepto general que se cumplen las disposiciones legales y reglamentarias disciplinadas para el fideicomiso financiero, tanto en cuanto a su constitución formal y aspectos relacionados con la capacidad y legitimación de los contrayentes. En cuanto al fondo, no se advierten obstáculos jurídicos que impidan o pongan en riesgo el rendimiento esperable bajo los certificados de participación a emitirse.*

Específicamente sobre el contrato de fideicomiso señala:

***... La estructura convencional cumple con los requisitos legales de constitución formal, individualización y publicidad de la propiedad fiduciaria así como la oponibilidad (artículos 2, 6 y 17 de la ley 17.703)***

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

Finalmente concluye

***“...En conclusión y contemplando todos los aspectos involucrados, el negocio fiduciario cuenta con un razonable grado de cobertura, no advirtiendo riesgos jurídicos relacionados con el proceso de emisión”.***

### **3. Riesgos considerados**

**Riesgo jurídico de estructura.** Comprende el análisis de la eventualidad de incumplimientos en el pago a los beneficiarios, derivado de defectos en la estructura jurídica por no cumplir con alguna norma vigente, así como eventualmente por la aplicación de sentencias judiciales derivadas de demandas de eventuales perjudicados por la creación oportunamente descrita. Visto el informe antes mencionado, se concluye que el riesgo jurídico de estructura se considera prácticamente inexistente. *Riesgo casi nulo.*

**Riesgo por iliquidez.** Los certificados se han diseñado para ser líquidos. Por este motivo, la liquidez puede considerarse adecuada dadas las características del mercado uruguayo. No obstante este proceso no es instantáneo, puede llevar un tiempo difícil de determinar. El riesgo es moderado. *Riesgo medio bajo.*

### III. LA ADMINISTRACIÓN

Las características de la emisión hacen necesario analizar dos empresas administradoras: EF Asset Management (EFAM) en su condición de emisora y fiduciaria del fideicomiso financiero, y Maderas del Uruguay S.A (MADELUR) en su calidad de administrador y organizador:

#### 1. Ef Asset Management (EFAM) (La Fiduciaria)

La empresa administradora o fiduciaria es EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A (EFAM). Se trata de una sociedad anónima cerrada que tiene por objeto la administración de fondos de inversión y fideicomisos de cualquier naturaleza. Fue inscrita en el Registro Nacional de Comercio el 7 de abril de 2003 con el N° 2014 – Rut: 214769530012.

El 20 de agosto de 2003, el Banco Central del Uruguay (BCU) autorizó a la sociedad a funcionar en el marco de la Ley de Fondos de Inversión No. 16.774 del 27 de setiembre de 1996 y su modificación posterior en la Ley No. 17.202 de fecha 24 de setiembre de 1999.

El 9 de julio de 2004, el BCU (comunicación No. 2004/188) autorizó a la firma a actuar como Fiduciario Financiero en el marco de la Ley No. 17.703 de fecha 27 de octubre de 2003. Asimismo, en dicha fecha, la sociedad fue inscrita en el Registro de Mercado de Valores del BCU como Fiduciario Financiero.

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

#### Situación económica y financiera

El análisis de los EE.CC intermedios al 30 de junio de 2022 sigue mostrando una sólida situación de solvencia aunque registra un déficit en el periodo producto no de sus operaciones corrientes sino explicado por resultados financieros. El ratio de liquidez se mantiene por debajo de la unidad. Cabe mencionar que el activo no corriente se compone en buena medida por los depósitos en garantía a que está obligada la firma, según normativa vigente, por los fideicomisos que administra y en consecuencia son de disponibilidad restringida. Esto explica los pasivos financieros, que son contraídos para constituir estas garantías y que una vez liberadas, los mismos son cancelados. En cuanto a la eventual necesidad temporal de fondos para atender obligaciones de corto plazo, la firma cuenta con financiamiento con partes relacionadas por lo que el riesgo de liquidez es muy acotado.

**Cuadro 3: Estado de Situación de EFAM (miles de \$)**

Concepto	30/6/2022	31/12/2021	31/12/2020
Activo Corriente	21.205	18.989	15.859
Activo no Corriente	240.950	281.068	228.346
<b>Total Activo</b>	<b>262.154</b>	<b>300.057</b>	<b>244.205</b>
Pasivo Corriente	38.262	33.484	27.348
Pasivo no Corriente	200.639	230.681	180.257
<b>Total Pasivo</b>	<b>238.901</b>	<b>264.165</b>	<b>207.605</b>
<b>Patrimonio</b>	<b>23.253</b>	<b>35.891</b>	<b>36.600</b>
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>262.154</b>	<b>300.057</b>	<b>244.205</b>
<b>Razon Corriente</b>	<b>0,55</b>	<b>0,57</b>	<b>0,58</b>

Fuente: EE.CC EFAM

Los resultados al término del primer semestre del ejercicio 2022 muestran una caída importante respecto al mismo periodo del año anterior, explicado básicamente por los resultados financieros como se aprecia en el cuadro siguiente.

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

Concepto	30/6/2022	30/6/2021	31/12/2021
Ingresos Operativos	39.409	33.177	75.867
Gastos Adm. y Vtas.	(30.976)	(26.312)	(63.018)
<b>Resultado Operativo</b>	<b>8.433</b>	<b>6.865</b>	<b>12.849</b>
Resultados Financieros	(20.984)	(6.143)	(12.734)
<b>Resultados antes de impuestos</b>	<b>(12.551)</b>	<b>722</b>	<b>116</b>
IRAE	(87)	(502)	(824)
<b>Resultado del período</b>	<b>(12.638)</b>	<b>219</b>	<b>(709)</b>
Res Operativos/Ingresos	21,40%	20,69%	16,94%
Res Ejercicio/Ingresos	-32,07%	0,66%	-0,93%

Fuente: EE.CC de EFAM

Mantiene bajo su administración una importante cartera de fideicomisos, en cantidad y diversidad; por lo que su idoneidad para esta función no ofrece dudas.

## 2. El Administrador: Maderas del Uruguay S.A (MADELUR)

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

En ocasión de la calificación original se hizo una completa descripción del grupo empresarial que conforma la empresa. La estructura del grupo así como el personal clave que lo compone se mantiene en lo esencial por lo que no corresponde reiterarlo en esta instancia.

A modo de recordatorio se la describe sintéticamente:



## Estructura del grupo y antecedentes

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

MADELUR es la que se vincula jurídicamente con el Fideicomiso asumiendo el rol de Administrador.

### Personal clave

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

### Empresas controladoras:

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

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

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

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

- **Chipper S.A.**

Es una planta de astillado creada en 2003 que, si bien no es formalmente parte de Madelur, es propiedad del mismo grupo empresarial.

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

En cuanto a su solvencia económica, según se puede apreciar en los EE.CC de la firma al 31/12/21, que cuenta con informe de auditoría independiente y que CARE tuvo a la vista, no ofrece dificultades.

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

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

Por otra parte, se recuerda el compromiso asumido por el Administrador al asegurar la suscripción en firme del 8% del importe de la emisión con un tope de USD 5.360.000; cosa que ya ocurrió. En tal sentido, según los EE CC de la firma administradora, entre 2020 y 2021 se han desembolsado casi USD 3 millones los que figuran en el Activo no Corriente bajo el rubro Inversiones.

### 3. El Fideicomiso

El objeto del fideicomiso, según contrato del 26/2/2020 es la constitución de un patrimonio de afectación autónomo, mediante la emisión de Certificados de Participación (CP's escriturales y de oferta pública), de acuerdo al artículo 25 de la Ley 17.703, las pautas establecidas en el Prospecto Informativo y en el Contrato de Fideicomiso Financiero (el Contrato).

El 12/5/2020 el BCU emite la Comunicación No 2020/080 por la cual autoriza a **“Inscribir en el Registro del Mercado de Valores los Certificados de Depósito de Deuda a emitirse en el marco del Fideicomiso Financiero denominado “FIDEICOMISO FINANCIERO FORESTAL BOSQUES DE LAS SERRANÍAS” por un monto de hasta USD 67.000.000 (dólares estadounidenses sesenta y siete millones) presentado por EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A. “**

El 29/5/2020 se realizó la suscripción de la totalidad de los Certificados de Participación por USD 67 millones, previéndose integraciones diferidas.

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

Se está siguiendo un procedimiento de integración diferido, a requerimiento del Fiduciario, debiendo completarse la integración en el plazo de 5 años de realizada la suscripción. El plazo se establece, en principio, por 22 años, pudiendo extenderse por hasta 8 años más.

Al cierre del primer semestre de 2022 se han emitido títulos por USD 39.01 millones distribuidas en 5 oportunidades, la última de las cuales fue el 17/01/2022.

En el cuadro siguiente, se muestran los estados de situación y resultados intermedios del Fideicomiso, en forma resumida, al 30/06/2022.

<b>Cuadro 5: Estado de Situación del Fideicomiso (miles USD)</b>			
<b>Concepto</b>	<b>30/6/2022</b>	<b>31/12/2021</b>	<b>31/12/2020</b>
Activo Corriente	2.351	2.649	10.788
Activo no Corriente	34.837	30.989	1.777
<b>Total Activo</b>	<b>37.189</b>	<b>33.638</b>	<b>12.565</b>
Pasivo Corriente	69	50	14
Pasivo no Corriente	-	-	-
<b>Total Pasivo</b>	<b>69</b>	<b>50</b>	<b>14</b>
<b>Patrimonio</b>	<b>37.120</b>	<b>33.588</b>	<b>12.552</b>
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>37.189</b>	<b>33.638</b>	<b>12.565</b>
<b>Razon Corriente</b>	<b>34,07</b>	<b>52,98</b>	<b>770,57</b>

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Como se informa líneas arriba, la integración recibida a la fecha de cierre del cuadro precedente fue de algo más de USD 39 millones mientras que el patrimonio contable a la misma fecha era de poco más de USD 37.1 millones, normal en la fase temprana de un proyecto de larga maduración y con resultados deficitarios al comienzo.

En otra sección de este informe se da cuenta de las inversiones que ha realizado el Fideicomiso hasta el momento, tanto en tierras como plantaciones. Estas figuran en el Activo no Corriente, del monto total, USD 31.8 millones corresponde al valor de tierra y mejoras y el resto a plantaciones. Como es sabido, las tasaciones de estos activos se realizan en ocasión del cierre de cada ejercicio anual.

En cuanto a los resultados del semestre se exponen en el cuadro siguiente.

<b>Cuadro 6: Estado de Resultados del Fideicomiso (miles USD)</b>			
<b>Concepto</b>	<b>30/6/2022</b>	<b>30/6/2021</b>	<b>31/12/2021</b>
Ingresos operativos	9	9	19
Gastos de Administración	(533)	(408)	(972)
Otros ingresos y egresos	16	4	6
Resultados financieros	40	(5)	(17)
<b>Resultados antes IRAE</b>	<b>(468)</b>	<b>(400)</b>	<b>(964)</b>
IRAE	-	-	-
<b>Resultado del periodo</b>	<b>(468)</b>	<b>(400)</b>	<b>(964)</b>
Otros resultados integrales	-	(154)	-
<b>Resultado integral del periodo</b>	<b>(468)</b>	<b>(554)</b>	<b>(964)</b>

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Los resultados del periodo informado son consistentes con un proyecto forestal que recién comienza y cuyos ingresos relevantes se producen a partir de la venta de madera cosechada. Los ingresos operativos registrados refieren a contratos de pastoreo.

### Riesgos considerados

**Riesgo jurídico**, por incumplimiento de alguna disposición por parte del fiduciario o del administrador. El mismo se encuentra pormenorizadamente analizado en el informe de contingencias jurídicas que concluye no advertir riesgos en este sentido. *Riesgo muy bajo.*

**Riesgo administración**, considerando la idoneidad para cumplir con la función de MADELUR S.A. y de EFAM, en virtud que todos los análisis practicados, se considera que el riesgo de incumplimiento de la administradora y del fiduciario con las responsabilidades del proyecto es acotado. Por otra parte, se prevé su sustitución en caso de constatare desvíos que así lo justifiquen. *Riesgo bajo.*

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

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

**Riesgo por cambio de administrador forestal**, se encuentra también previsto en el contrato en función de diversos resultados y circunstancias.

## IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

Con el producto de la emisión se invierte en la compra y en el arrendamiento de inmuebles rurales para el posterior desarrollo de la actividad silvícola, en las condiciones previstas en el Contrato, para que integren el patrimonio del Fideicomiso. El Fiduciario ha invertido en aquellos inmuebles recomendados por el Administrador de acuerdo a lo previsto en el Plan de Negocios siguiendo los procedimientos que se establecen en el Contrato.

Las proyecciones financieras descritas en el modelo de negocios del prospecto de emisión se mantienen incambiadas debido a que la emisión se realizó en mayo de 2020, y el proyecto se encuentra en la etapa de inversión. Por el momento no se identifican desvíos con la propuesta original que justifiquen el ajuste de las proyecciones consideradas en el prospecto. En este sentido, sigue siendo válido el análisis presentado en la calificación original, el que vuelve a repetirse en esta oportunidad.

### a) Proyección del Flujo de Fondos del Prospecto

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

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

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

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

El flujo de fondos se presenta en el cuadro siguiente:

## CUADRO 7 Flujo de Fondos esperado en el escenario base (miles de USD).

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

Fuente: El Prospecto

## b) Replanteo del Flujo de Fondos y sensibilizaciones

En el flujo de fondos presentado en el modelo de negocios, los supuestos fundamentales para la obtención de la TIR son en general compartidos (precio de la madera, tasas de crecimiento de los bosques y evolución de los precios de la tierra, de la madera y de los arrendamientos). No obstante lo anterior, podría suponerse una situación un poco más desfavorable para 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.

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

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

## CUADRO 8.- Sensibilizaciones de la TIR del Inversor bajo 4

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

Fuente: El Prospecto

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

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

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

## Cuadro 9. Sensibilidad de la TIR del inversor en un escenario pesimista

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

Fuente: El Prospecto

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

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

- **Escenario pesimista**

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

### 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>2</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:

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

Donde:

E(ri): Tasa de retorno esperada del capital

$\beta_{im}$ : Riesgo sistemático propio respecto del riesgo de mercado<sup>3</sup>.

r<sub>f</sub>: tasa libre de riesgo. (Treasury Bonds USA a 10 años)

E(R<sub>m</sub>) – R<sub>f</sub>: Prima de Riesgo del mercado. Es el premio por riesgo específico al mercado que opera el proyecto. (La diferencia del rendimiento de los títulos de renta variable<sup>4</sup> y la tasa libre de riesgo)

<sup>2</sup> A. Damodaran, "Estimating Equity Risk Premiums" Stern School of Business.

<sup>3</sup> Se consideraron los betas promedio de empresas de producción papel y productos forestales en mercados emergentes según A. Damodaran

<sup>4</sup> Equity Risk Premium del S&P 500. El promedio de los últimos 5 años fue de 4,73%

Erp: Prima por riesgo específico a la compañía o proyecto evaluado. (se considera en este caso el riesgo país de Uruguay)

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 (5 a 7%), así como también los valores muy bajos de los últimos años (cerca de cero en 2020). En los últimos diez años, ese rendimiento se ubicó en 2,07%, mientras que actualmente está en aproximadamente 3,4%<sup>5</sup>.

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 uruguayana 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 2022 se ubica en 0,96 (1,07 para el promedio de los últimos 5 años), lo que indica que la inversión en la producción forestal tiene más riesgo y variabilidad que el promedio de todas las actividades en ese mercado.

A los efectos de calcular estos indicadores se tuvieron en cuenta los promedios de los últimos 5 años, para evitar variaciones coyunturales y tener una visión de mediano plazo<sup>6</sup>. En este sentido, para el caso del rendimiento de los bonos americanos se consideró 1,96% y para el riesgo país (índice UBI), se consideraron 1,42 puntos básicos, que más allá de la contingencia sanitaria actual refleja adecuadamente lo ocurrido en los últimos 5 años.

Aplicando estos valores se llega a una tasa de retorno esperada para el capital propio del 6,68%. Este valor es inferior a la TIR esperada del inversor en el escenario base (10,3%) y también inferior a la TIR que CARE considera como más probable (8,07%), lo que nos indicaría que la tasa prevista es superior a la teórica. Si bien estas comparaciones no pueden tomarse en sentido estricto, constituyen una referencia que –entre otras- ayuda a conformar un juicio acerca de la inversión.

### **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 del cultivo silvícola y la tierra de alteraciones como fuego, problemas sanitarios, animales, malezas, etc.

El riesgo de manejo productivo es mínimo dado que está mitigado por la trayectoria y experiencia del Administrador mencionada en la sección III de este documento. El sector forestal en Uruguay está en una fase de madurez donde están presentes importantes firmas en la producción primaria, en los servicios a la producción, en la producción industrial, en el sector logístico y en el comercio exterior.

<sup>5</sup> En la actualidad los rendimientos de estos bonos están por encima de los valores promedio de los últimos 5 o 10 años. Durante la peor parte de la crisis sanitaria estuvieron aún mucho más bajas, por debajo del 1%, pero en la actualidad están en aumento.

<sup>6</sup> En la actualidad los rendimientos de estos bonos están por encima de los valores promedio de los últimos 5 o 10 años. Durante la peor parte de la crisis sanitaria estuvieron aún mucho más bajas, por debajo del 1%, pero en la actualidad están en aumento.

Asimismo, en lo que respecta a los riesgos biológicos, las especies elegidas presentan una adecuada performance en los ecosistemas elegidos y las patologías de éstas 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.*

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



## 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. Con relación a la política sectorial del país, quedaron despejadas las interrogantes que se habían planteado respecto del proyecto de ley que proponía limitar la forestación a los suelos de prioridad forestal y poner un tope a la plantación de montes de rendimiento. Esta medida no hubiera tenido mayores efectos sobre el plan de negocios que se plantea en esta oportunidad ya que aún se estaría lejos de dicho tope. No obstante hubiera sido un cambio en la política sectorial, con probables efectos futuros sobre la actividad.

En lo que refiere al mercado internacional de los productos forestales, al menos hasta el momento, el cúmulo de barreras está relativamente sujeto a disciplinas predecibles, por lo que no se prevén mayores riesgos; 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.

La pandemia derivada del Covid-19 tuvo inicialmente un impacto negativo en la oferta en la demanda internacional de la madera, pero a partir de 2021 ha mostrado una marcada recuperación en la demanda y los precios han recuperado en gran medida los registros más elevados de los años más recientes.

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.

### 1.- Riesgo Económico y de Mercado

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

#### A) El precio de la madera

El precio más importante y por tanto el juicio más determinante para la calificadora es el de la madera. Esto se fundamenta en que el 86% de los retornos de la inversión se explican por el valor de la madera.

Para el caso concreto de este proyecto, el precio que mayor incidencia tendrá en el resultado final, es el de la madera con destino a la producción de celulosa, ya que los chips y rolos que se producirán tienen ese destino.

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. Los principales usos del papel son la comunicación, embalajes e higiene (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. En este sentido, cabe destacar que finalmente parece estar consolidándose el mercado de carbono, por lo que la venta de certificados por parte de este tipo de emprendimientos forestales se podría constituir en nuevos ingresos para los proyectos. Las negociaciones que se vienen llevando a cabo en los ámbitos internacionales siguen avanzando en relación a asegurar compromisos ambientales de reducción de emisiones por lo que todo indica que el mediano largo plazo la demanda por certificados de carbono debería crecer también.

No obstante, esa tendencia de largo plazo puede verse afectada por coyunturas desfavorables que tengan efectos depresivos sobre la demanda y en consecuencia sobre los precios, como lo ocurrido entre 2019 y 2020. Fue así, que luego de un marcado pico al alza de precios durante 2018, los valores de la madera a nivel internacional, regional y doméstico, mostraron una caída muy significativa del orden del 35-40%, la mayor caída se verificó en 2019 para luego atenuarse o mantenerse en esos niveles deprimidos, prácticamente durante todo el año 2020. Como se verá, esa caída fue coyuntural, y en 2021 los precios se recuperaron rápidamente y retomaron la tendencia de largo plazo.

En lo que tiene que ver con madera con destino final a pulpa de celulosa, la reducción en el consumo de distintos tipos de papel (impresión, packaging, papel de oficina), no fue compensada inicialmente por el aumento en el consumo del papel tissue, asimismo algunas industrias tuvieron que parar como consecuencia de casos de Covid 19 en sus empleados. Esta situación llevó a un descenso en flujo de importación de pasta de celulosa y madera con destino a la producción de celulosa (rolos y chips) por parte de los principales mercados (China, Japón, Europa). Durante el 2021, superadas las dificultades citadas la demanda y los precios se recuperaron sostenidamente para alcanzar a partir del segundo semestre del año niveles muy cercanos a los más elevados de 2018.

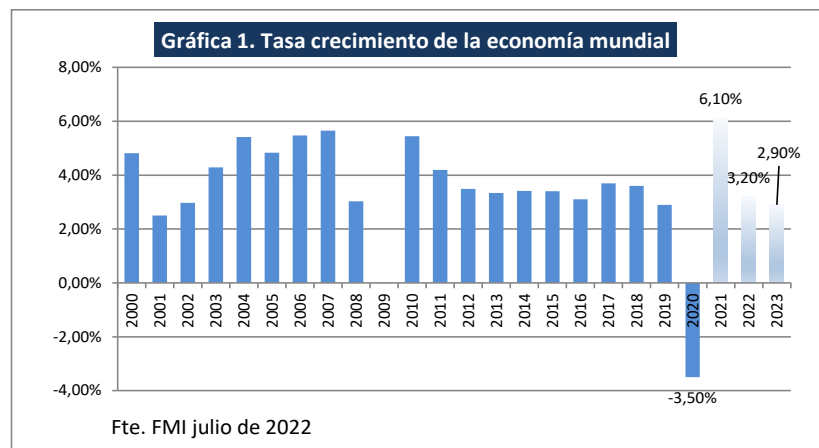
Para el caso de la madera de eucalipto con destino aserrío, el comportamiento de los precios y de la demanda ha mostrado un comportamiento similar al de la celulosa, aunque la recuperación de la demanda comenzó antes que en el caso de la celulosa. Tras un comienzo de año 2020 muy incierto, marcado por el enlentecimiento en las exportaciones registrado sobre fines de 2019 y la declaración de pandemia a comienzos de 2020, el segundo semestre de ese año ya mostró un gran empuje, consolidando la recuperación que se mantuvo durante todo el año 2021 y parte de 2022. Sin embargo, para este segundo

del 2022 se espera que los mercados para madera de calidad de eucaliptus se retraigan levemente, dado el contexto mundial de alta inflación, altos costos logísticos y grandes países consumidores (Europa, China, EEUU) con problemas económicos y disminución de su consumo interno.

Para el largo plazo no existen elementos para suponer cambios en las tendencias planteadas en el prospecto de emisión, aunque no habría que descartar puntualmente coyunturas desfavorables como la verificada entre 2019 y 2020.

Para esta calificación CARE realiza una actualización de la información clave del sector, confirmando que no deberían existir en el futuro mayores desvíos respecto de la trayectoria esperada.

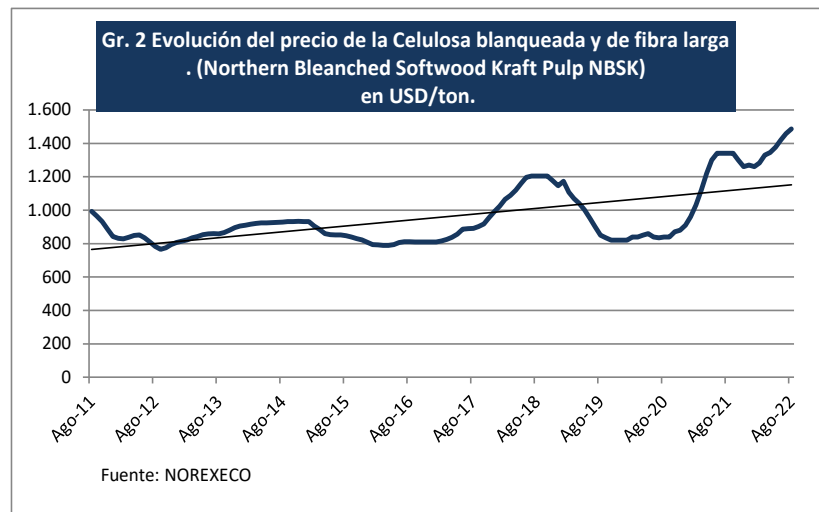
El Fondo Monetario Internacional (FMI), en sus proyecciones de crecimiento de la economía mundial para los próximos años ha venido ajustando sus proyecciones las cuales califican de altamente inciertas, primero como consecuencia del impacto de la pandemia del Covid 19 y más recientemente por los efectos que ha y tenido y tendrá la guerra entre Rusia y Ucrania. En su último informe de julio de 2022 el FMI estima que la economía mundial habría crecido un 6,1% en 2021 y proyecta un crecimiento de 3,2% para 2022, esto implica una significativa reducción respecto de su anterior estimación de abril de 2022.



El FMI establece en su último informe que a partir del segundo trimestre de este año el producto mundial se contrajo, debido a la desaceleración de China y Rusia, mientras que el gasto de los hogares en Estados Unidos no alcanzó las expectativas. Varios shocks han sacudido una economía mundial ya debilitada por la pandemia: una inflación superior a lo previsto en todo el mundo —sobre todo en Estados Unidos y las principales economías europeas— que ha provocado el endurecimiento de las condiciones financieras; una desaceleración peor de lo previsto en China, consecuencia de los brotes de la COVID-19 y los confinamientos, y las nuevas repercusiones negativas de la guerra en Ucrania. En consecuencia se proyecta que el crecimiento mundial se desacelere del 6,1% estimado para 2021 a 3,2% en 2022 y a 2,9% en 2023. La inflación mundial se sigue ajustando al alza debido a los precios de los alimentos y la energía y los persistentes desequilibrios entre la oferta y la demanda; se prevé que este año se sitúe en 6,6% en las economías avanzadas y 9,5% en las economías de mercados emergentes y en desarrollo.

Luego de un período de precios internacionales de la celulosa relativamente bajos en términos históricos, durante todo el 2021 se observó un proceso de marcado crecimiento, con señales de estabilización en los últimos meses de ese año. Así, luego de transitar por varios meses en un nivel cercano a los US\$ 800 por tonelada, el precio de referencia de la celulosa NBSK<sup>7</sup> (principal cotización internacional, correspondiente a pulpa de coníferas de fibra larga), alcanzó un nuevo máximo de US\$ 1.340 la tonelada entre junio y agosto, para caer luego levemente hasta USD 1.270 a diciembre de 2021. El promedio de 2021 fue de USD1.234 mostrando una apreciación interanual de 45%.

En el primer semestre de 2022 el mercado vuelve a mostrar un nuevo impulso que se debería a una coyuntura derivada de una serie de condiciones particulares: problemas de abastecimiento de algunas plantas europeas que trabajan con madera de Rusia, problemas de logística y huelgas en algunas plantas. Esta situación ha llevado los precios a un récord histórico (1.486 USD/tt) que se estima pueda durar algún tiempo más, no obstante en el mediano plazo debería retroceder para ubicarse en el entorno de 1.200 USD/tt<sup>8</sup>.

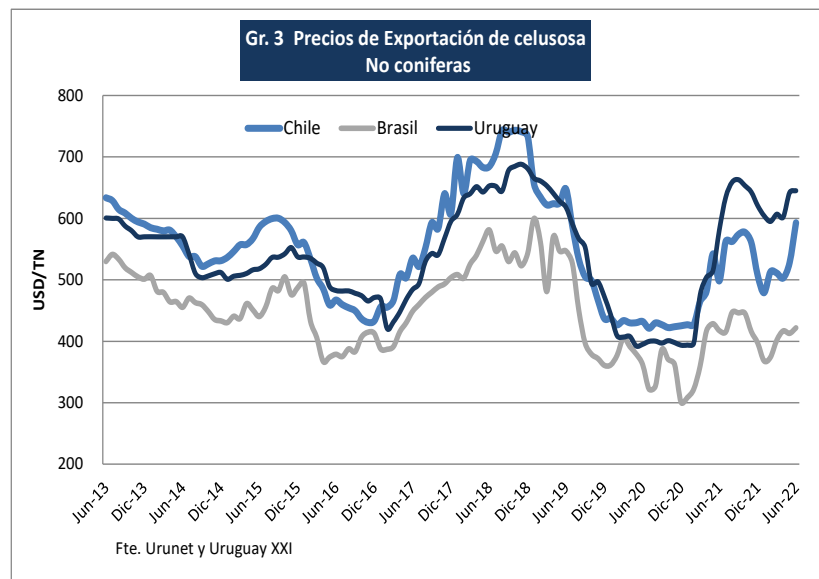


Desde una perspectiva de mediano plazo, el precio en términos corrientes se encuentra por encima de los niveles observados durante 2018. Si se toma una serie de datos más larga y se deflactan los precios en dólares por el IPC de Estados Unidos (de forma de aproximar el poder de compra), los valores actuales también estarían por encima del promedio de los últimos 14 años, lo que podría dar un argumento para un retroceso en los precios en el mediano plazo.

Los precios regionales de exportación acompañan en términos generales las oscilaciones del mercado internacional, mostrando también una tendencia al alza durante el transcurso de todo el año 2021, una cierta estabilización en los primeras meses del año 2022, mostrando también un nuevo impulso en los meses más recientes. De manera que, el precio promedio de exportación de celulosa de no coníferas para el promedio enero-junio de 2022 se incrementó 29% para Uruguay, 10% para Chile y 6% para Brasil, con respecto al mismo período del año anterior.

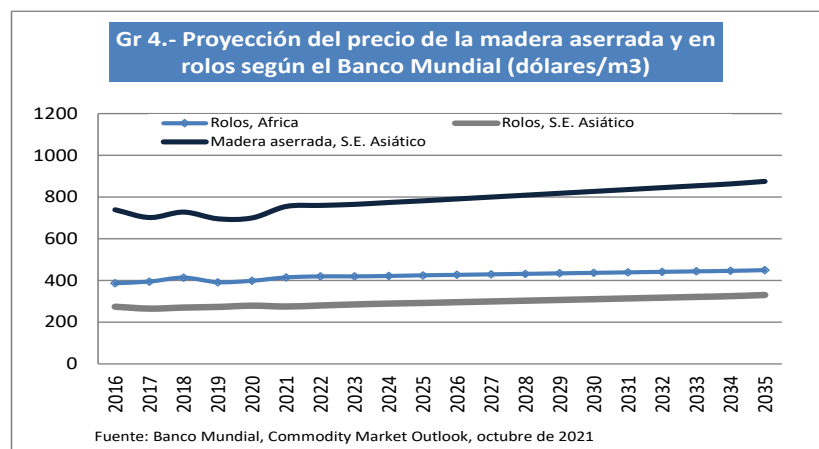
<sup>7</sup>. Northern Bleached Softwood Kraft. Pulpa de celulosa blanqueada de fibra larga

<sup>8</sup>. Bloomberg Línea, julio 2022.



No se dispone de información que proyecte las perspectivas de la evolución de precios internacionales para la celulosa en el mediano plazo. En los últimos 10 años el incremento anual del precio internacional de la celulosa fue del 3,2%, esto es un valor indicativo, aunque no existe la certeza de que para el futuro se cumpla lo verificado en el pasado.

Las perspectivas para el mediano plazo para la madera en bruto para aserrío o aserrada, muestra un leve crecimiento en valores nominales en el largo plazo. Las proyecciones del Banco Mundial<sup>9</sup> muestran un leve crecimiento en valores nominales al 2035; para el caso de los rolos un crecimiento del 0,95% acumulativo anual y para la madera aserrada un 1,5%. Estos aumentos de precios, no alcanzarían a cubrir la devaluación del dólar, por lo que podrían estar cayendo levemente en términos reales. Estas proyecciones son consistentes con las de las de los commodities alimenticios para los que se proyecta también una leve reducción de los valores en términos reales (aumentos nominales positivos pero algo menores a la devaluación de largo plazo del dólar).



<sup>9</sup> World Bank Commodities Price Forecast. Octubre de 2021.

Las exportaciones forestales tuvieron un muy buen desempeño en 2021, incluso superando los valores pre pandemia y lográndose un nuevo récord histórico. La celulosa se ubicó como el segundo bien de exportación del país, solo por debajo de la carne bovina (1.576 millones; 42% más respecto a 2020). Esta suba se explicó casi exclusivamente por mejores precios de exportación, que se recuperaron luego de ubicarse en niveles reducidos en 2020. El precio promedio de exportación de la celulosa alcanzó los USD 562 por tonelada en 2021, subiendo 39% frente al promedio de 2020.

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

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	1er Sem.2022
Celulosa	1.222	1.310	1.660	1.527	1.107	1.576	776
Rolos (excepto eucalipto)	5	88	150	89	132	204	79
Tableros madera contrachapados	58	64	76	55	67	105	59
Chips (eucalipto y pino)	82	64	95	102	21	74	56
Madera Aserrada coníferas no coníferas	65	93	115	97	104	159	100
Papel y Cartón	52	34	32	36	25	26	14
Rolos de eucalipto	17	21	29	14	21	23	14
Total	1.500	1.673	2.158	1.921	1.477	2.167	1.098

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 celulosa que salen de ese destino.

La recuperación de las exportaciones en 2021 respecto del año anterior alcanzó a todos los productos exportados de la cadena, destacándose el fuerte incremento en las exportaciones de pino, alcanzándose un nuevo récord de ingresos. También se recuperaron fuertemente las exportaciones de chips, que se habían detenido en buena parte del año 2020 por falta de mercado; sin embargo aún se mantienen por debajo del récord de 2019.

En los primeros meses del 2022, las exportaciones de madera y sus productos mantienen niveles similares a los del año anterior, para prácticamente todos los productos. Para el caso de la celulosa los ingresos las ventas se ubicaron en USD 776 millones, siendo el tercer producto exportado. En este caso, el aumento se explica únicamente por mejores precios, mientras que las toneladas exportadas se redujeron frente a igual período de 2021. En los primeros 5 meses del año 2022 el precio promedio de las exportaciones se ubicó en 610 USD/tt, un 8,5% mayor al promedio del año 2021.

Los montos y volúmenes exportados de rolos de eucalipto mantienen niveles similares a 2021. Así, las exportaciones de este producto se situaron en USD 14 millones en el primer semestre de 2022. Por su parte, el volumen de pino colocado en el exterior se muestra un menor registro de exportaciones respecto de 2021, para los primeros meses del año, debiéndose tener en cuenta que en 2021 la exportación de este producto fue récord.

En madera aserrada las exportaciones registradas en los primeros meses del año son superiores en volumen y también en precio respecto de igual período del año anterior, comportándose en forma más dinámica. Por su parte, los tableros contrachapados, vienen mostrando niveles muy similares a los del año anterior, en volumen y en valor.

Para el caso concreto de los chips, principal producto de exportación de este fideicomiso, las exportaciones en la mitad del año 2022 vienen siendo más altas que las de igual período del año anterior, estimándose que seguramente termine el año con mayores valores que 2021.

## **B) El precio de la tierra**

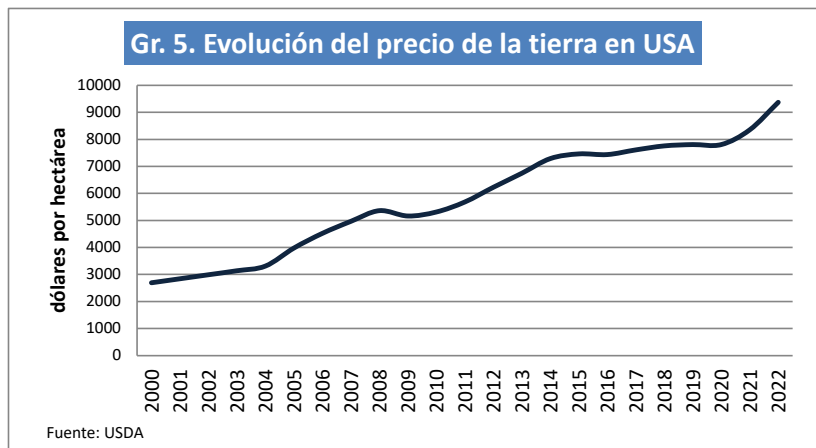
El precio de la tierra, el segundo en nivel de importancia, mostró una muy fuerte apreciación dólares a partir de 2004 y hasta 2014, para caer a partir de 2015 y mostrar en los últimos años una cierta estabilidad con las variaciones propias de un escaso número de operaciones; según reporta la Dirección de Estadísticas Agropecuarias del MGAP para el promedio de las operaciones en todo el país.

Las perspectivas de demanda internacional por tierra siguen siendo alentadoras y ubicarían los precios en niveles crecientes para el corto y mediano plazo, pero a tasas más moderadas que en el pasado. Sin embargo cabría esperar para el corto plazo incrementos en los precios por encima de la tendencia, como consecuencia de los elevados precios de las commodities y la alta inflación internacional, sumado a que prácticamente no ha habido aumentos en los precios desde 2014.

En este caso se actualiza el comportamiento de los precios en diferentes países considerados de importancia.

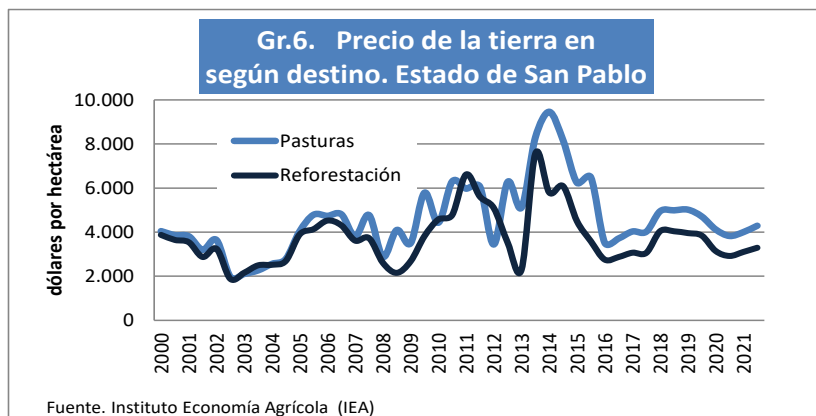
En lo que respecta al precio de la tierra en Estados Unidos, en lo que va del siglo XXI se observa una continua fase ascendente, con alguna excepción (2009 y 2015) en donde se verificaron mínimas reducciones, pero que no modifican la tendencia. El precio en Estados Unidos cayó únicamente en los primeros años de la década del ochenta ante el cambio de la política monetaria denominado "Plan Volcker" y en menor medida, después de la crisis financiera de Lehman Brothers, en ambos casos en forma muy moderada. Cualquiera de los dos shocks negativos en el nivel de precios, fueron revertidos en pocos años.

El precio de la tierra (promedio) se había mantenido relativamente estable entre 2017 y 2020, con aumentos en el entorno a la inflación del dólar, pero en los últimos dos años parece recuperar una tendencia alcista en términos reales. En el año 2021 los precios promedio de la tierra aumentaron un 7%, y en el año 2022 el aumento fue del 12%. Si se analiza por separado las tierras agrícolas de las ganaderas, las primeras tuvieron entre 2022 y 2021 un aumento del 14,3% mientras que las segundas un 11,5%; esto se explicaría por los aumentos de precio de los productos agrícolas. El aumento de la inflación en EEUU, también explicaría estos recientes aumentos en el precio de la tierra, especialmente el de 2022.



El comportamiento del precio de la tierra en Brasil, está afectado 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.

Para el año 2021, último reportado por el Instituto de Economía Agrícola de San Pablo los precios de la tierra aumentaron en forma importante en dólares, en el entorno del 12%, recuperando parte de la reducción que se había verificado en el año anterior (18% para las tierras de pastoreo y un 21% para las de que tienen por destino la silvicultura y pasturas naturales), lo que se debió en gran medida a la devaluación del real.



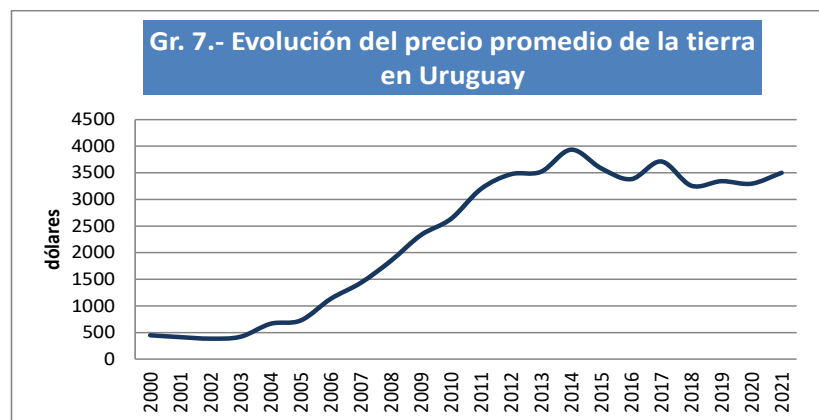
La particular situación de Argentina hace imposible disponer de una serie de precios actualizada y confiable de la tierra. La alta volatilidad de las políticas, las elevadas detracciones a las producciones agrícolas, los desajustes macroeconómicos y las restricciones al manejo de las divisas, generan distorsiones en los valores que nada tienen que ver con la tendencia que deberían tener los precios de los campos. Sobre la base de algunos trabajos técnicos a los cuales CARE tuvo acceso, en un período de 55 años (1956 a 2011) el precio de la tierra agrícola (de muy buena calidad) en Argentina, aumentó a un ritmo promedio de 3,5% acumulativo anual en términos reales.



En el caso de Uruguay, la información reportada por DIEA-MGAP para el promedio de las transacciones de tierras da cuenta de una muy fuerte valorización a partir de 2004 y hasta el 2014 cuando se verifica el valor máximo. A partir de 2015 comienza un cierto ajuste a la baja pero con un comportamiento un tanto errático, consecuencia seguramente de un bajo número de transacciones en donde la calidad y la localización de los campos comercializados tienen una gran influencia en los valores medios. Fue así que en 2017 DIEA reportó un aumento de un 9,8% en el valor de la tierra, luego en 2018 la misma oficina da cuenta de una reducción de un 12,3%, en 2019 se reporta un leve aumento de un 2,6%, en 2020 el precio promedio de la hectárea media del país vuelve a caer (-1,4%) y para el 2021 DIEA reporta un incremento del 6,2%<sup>10</sup>.

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. No obstante, en el 2021 se observa un repunte (52%) en la superficie comercializada respecto del año anterior, aunque aún se mantiene por debajo de las hectáreas comercializadas anualmente entre 2000 y 2014.

En base a la información recogida por algunos operadores de mercado, cabría esperar para este año 2022 un nuevo repunte en los precios, consecuencia de una mayor demanda derivada de los buenos precios de los commodities, especialmente teniendo en cuenta la alta inflación internacional y los niveles actuales de precio de los campos que no muestran incrementos sostenidos desde 2014.



Existen otras fuentes de información realizadas por consultoras y operadores del mercado<sup>11</sup>, que utilizando diferentes criterios de tasación estiman valores de campos de características similares y teniendo en cuenta los diferentes destinos productivos. Las metodologías más utilizadas son: la comparación de ventas reales de campos similares y la valuación según las rentas esperadas. En general el valor de mercado surge de la integración de ambas metodologías. Del estudio de varias tasaciones de campos a las cuales CARE tuvo acceso, surge que para el año 2021 los campos se habrían valorizado entre un 3 y un 4%, coincidiendo en gran medida con la información publicada por DIEA para el promedio de tierras del país.

Existe una proporcionalidad comprobada<sup>12</sup> entre el índice de CONEAT y el precio con valores de campo con CONEAT por encima de 100, pero cuando

<sup>10</sup>. World Bank Commodities Price Forecast. Octubre de 2021.

<sup>11</sup>. SERAGRO, Agroclaro, Consur y operadores privados

<sup>12</sup>. B. Lanfranco y G. Sapriza (Serie Técnica N° 187 de INIA, "El índice CONEAT como medida de productividad y valor de la tierra" 2011)

Los índices están por debajo de 100, los precios también caen, pero no exactamente en la misma proporción que cuando están por encima de 100. Esto básicamente se explica porque muchos de los campos por debajo de 100 son demandados para producciones diferentes a la carne y a la lana (arroz, forestación), rubros considerados para determinar el valor del índice.

La valorización del precio de la tierra es un componente relativamente importante de ingreso final del fideicomiso (14%) por lo tanto lo que finalmente ocurra con la evolución de su precio tendrá incidencia con el retorno final de la inversión. El modelo financiero supuso una valorización acumulativa anual de entre 4 y 5% (en dólares corrientes) durante 20 años, por lo que resulta importante conocer que ha sucedido en el pasado como forma de tener una cierta aproximación con lo que pueda ocurrir en el futuro.

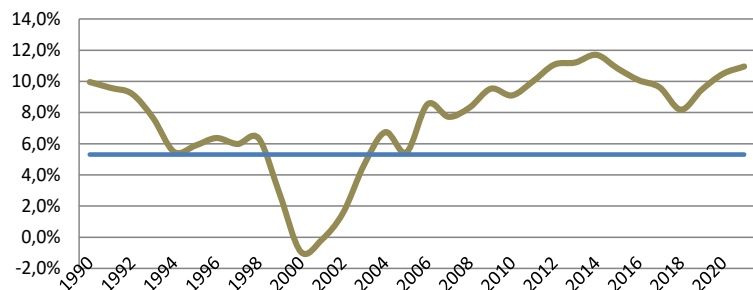
Para ello CARE analizó con la información de los precios de la tierra (en dólares corrientes) de una serie de 52 años (1970 a 2021) la variación anual en períodos de 20, en donde se observa lo siguiente:

- En promedio, la evolución anual del precio de la tierra en períodos móviles de 20 años fue de 7,6%.
- La tasa anual de crecimiento solamente fue menor al 5% para el caso de los campos que se vendieran entre 1999 y 2003, y si se hubieran comprado entre 1979 y 1983.
- Para el resto del período, el crecimiento anual del precio de la tierra supera el 5%.

Si el mismo análisis se realiza para períodos de 30 años la tasa de crecimiento anual cae levemente (7,3% en dólares corrientes), 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 11% de crecimiento anual).

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



Fuente: elaborado en base a datos de DIEA - MGAP

CARE entiende que si bien cabe esperar para el mediano y largo plazo aumentos sostenidos en los precios de la tierra, éstos no serían de similar magnitud que el pasado. Muy probablemente los aumentos de precios compensarán la inflación de largo plazo de Estados Unidos, más un pequeño componente por incremento de la productividad de la tierra, de esta forma se deberían ubicar entre el 2 y el 4% anual. Esto no implica que existan períodos de mayores tasas anuales de crecimiento, como pudiera ser en los próximos años. Las bajas tasas de interés internacionales, el nuevo ciclo agrícola y los actuales precios de la tierra podrían determinar la ocurrencia de mayores tasas de crecimiento del precio a corto plazo

## **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.

La forestación está fuertemente regulada a través de la Ley Forestal (No 16.466), la Ley de Ordenamiento Territorial y Desarrollo Sostenible (No 18.306) y la Ley de Protección de Medio Ambiente (No 17.283), sus modificativas y sus decretos reglamentarios. En general las sucesivas modificaciones en las normas le han ido agregando nuevas regulaciones y restricciones al crecimiento, a través de las exigencias de las Autorizaciones Ambientales Previas y las especiales para plantaciones forestales establecidas en el último decreto de diciembre de 2021.

En diciembre de 2021, luego de que el Senado aprobara el proyecto de ley para regular la forestación que ya contaba con el apoyo de Diputados, el Poder Ejecutivo vetó la Ley, manteniendo de esta manera la política forestal sin cambios legislativos. El proyecto proponía limitar la plantación de montes forestales a las tierras de prioridad forestal, así como poner un tope para la superficie total forestada de un 10% de la superficie agropecuaria del país. Si bien esta Ley no hubiera afectado a este emprendimiento, su aprobación implicaba una regulación que podía tener efectos sobre el sector forestal en un futuro. Al haber sido vetada la norma propuesta, al menos por el momento, quedan despejadas las dudas respecto del mantenimiento de la política forestal.

También en diciembre de 2021, el Poder Ejecutivo dictó un decreto (No 405/021) que propuso algunos cambios en las regulaciones de la actividad forestal, seguramente en respuesta a parte de los planteos de la Ley vetada. Este decreto bajó de 100 a 40 hectáreas el límite mínimo para requerir la autorización ambiental previa ante la DINACEA y también requerir esa misma autorización para las reforestaciones que no hubieran requerido originalmente esa autorización porque fueron realizadas previo a ese requerimiento. Asimismo, se modificaron algunas categorizaciones de suelos y modificaron criterios para las evaluaciones de impacto ambiental.

Estas modificaciones, así como las regulaciones generales para el sector, podrían generar algún impacto negativo para este fideicomiso ya que se encuentra en pleno proceso de contratación de áreas para arrendar y gestionando los permisos para plantar.

En la actualidad, no surgen nuevos elementos que pudieran suponer que el gobierno pueda tomar medidas de política que atenten contra este tipo de emprendimiento, y no se perciben condiciones que permitan advertir mayores amenazas de las que se mencionaron líneas arriba.

**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>13</sup> de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.*

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez

<sup>13</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