

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

Montevideo, octubre de 2023

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

Actualización de calificación de títulos de deuda de oferta pública del “Fideicomiso Financiero Forestal Bosques de las Serranías.”
24 - octubre - 2023

Fiduciario:	EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.
Administrador:	Maderas del Uruguay S.A.
Agente de Registro y Pago:	EF Asset Management. Administradora de Fondos de Inversión S.A.
Entidad Representante:	Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay SA (BEVSA).
Títulos emitidos:	Certificados de Participación
Moneda:	Dólares americanos
Importe de la emisión:	USD 67.000.000.
Fecha de Emisión:	29 de mayo de 2020.
Distribuciones:	Toda vez que existan Fondos Netos Distribuibles, o a la venta de activos o por la distribución final de Fondos Netos Remanentes
Activos del Fideicomiso:	Inmuebles rurales y bosques forestales para el desarrollo de la actividad silvícola.
Plazo:	22 años desde la emisión, con posibilidad de prórroga de hasta 8 años más.
Calificación de Riesgo:	BBB.uy ¹
Vigencia:	hasta el 30 de abril de 2024.
Manual utilizado:	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros.

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

Resumen General

CARE ha 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).
- 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 consideran porcentajes mínimos de avance del proyecto, para condicionar la nota a través de esta evaluación, los que 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 comprometiéndose la adquisición de certificados de participación, por USD 5,36 millones, un 8% de la emisión total. Por el momento viene cumpliendo con el compromiso de integración en las capital calls realizadas.

- El Fideicomiso ha concretado la compra de 10 establecimientos por una superficie total de 10.852 hectáreas, un 98,6% del área total objetivo del prospecto (11.000 ha), y ya habría culminado con la búsqueda de campos para adquirir. En 2023 se terminarían de forestar las tierras adquiridas y se superaría levemente el objetivo que era de 6.380 ha efectivas de montes. El precio promedio pagado estuvo en línea con el precio proyectado en el prospecto.
- En cuanto a los arrendamientos de tierras para forestar, se han firmado 18 contratos con productores por 1.721 has efectivas, y hay 1 carta de intención con probabilidades de concreción que suma unas 1850 ha adicionales. Se sigue trabajando en la búsqueda de nuevos negocios.
- En el año 2023 entre las plantaciones de otoño (ya realizadas) y las que se realizarán en primavera, se plantarán unas 2.966 has efectivas, de las cuales 2.098 se plantarán en predios propios del Fideicomiso y las restantes 887 en 13 de los predios arrendados.
- El comité de vigilancia informa que las auditorías realizadas para el control de niveles de prendimiento para las plantaciones de otoño y de primavera de 2022 mostraron en todos los casos resultados satisfactorios, superándose los mínimos exigidos. Si bien el promedio de todas las evaluaciones de campo dio por encima de los valores objetivo, algunos establecimientos presentaron resultados por debajo, principalmente aquellos que fueron reforestados. En estos casos los desvíos se están atendiendo con replantes.
- Asimismo, también destaca el comité de vigilancia que el operador viene cumpliendo a satisfacción el resto de los estándares mínimos de desempeño: compra de campos, arrendamientos, presentación de proyectos a la DGF y DINACEA y áreas plantadas.
- Al 31 de diciembre de 2022 se realizó la primer tasación de los campos del Fideicomiso por parte de la consultora Agroclaro, estimando un valor de 34,05 millones de dólares, lo que implica unos 3.138 USD/ha un valor un 8,9% mayor que el precio de compra.
- El primer semestre estuvo caracterizado por registros de lluvias muy por debajo de la media histórica, con efectos sobre las plantaciones derivados de la intensa sequía. Los efectos negativos según se informa se observan en algunas zonas, pero han comenzado a evolucionar positivamente luego de las lluvias. Se realiza un seguimiento de esas plantaciones, para ver cómo siguen evolucionando las zonas más afectadas y evaluar un posible manejo de rebrotes en el futuro próximo.
- Superados los efectos de la pandemia, el 2022 estuvo marcado por las consecuencias del conflicto entre Rusia y Ucrania, el enfriamiento de la economía global y de China en particular, así como las medidas de Covid cero implementadas por éste último. Esos fenómenos generaron cambios en la economía y el comercio mundial, como por ejemplo aumentos circunstanciales de los precios de las materias primas, mayor inflación internacional y mayores costos de los fletes y la energía. Toda esta situación generó una mayor volatilidad al mercado de la madera, y el aumento de los costos estrechó los márgenes del negocio. A partir

del segundo semestre del 2022, las medidas tomadas por China tuvieron un impacto muy significativo en las importaciones de algunos productos por parte de ese país, afectando entre otros a la demanda y los precios de la madera y la celulosa.

- En 2023 el precio de la celulosa (mercado objetivo de este Fideicomiso) mostró una reducción muy marcada, explicado por un bajo crecimiento de la economía mundial, incluyendo China, lo que habría afectado el nivel de demanda. El mercado de madera en bruto, muestra también signos de debilidad y baja demanda. La demanda de madera de eucalipto se redujo muy fuertemente a partir del segundo semestre de 2022 y se espera comience a recuperarse lentamente probablemente a partir de 2024. Por el lado de la madera de pino, el mantenimiento de la demanda de India permitió sostener en mayor medida el comercio, aunque en un nivel más bajo de lo esperado. Por otra parte, la reducción en los costos de los fletes internacionales se constituye en una buena señal para el comercio.
- 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, fibras y maderas, 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. Luego de un período de ajuste y de un comportamiento errático con escasos negocios entre 2015 y 2020, el precio de la tierra lleva dos años de aumentos: 6,2% en 2021 y 6,9% en 2022. Estos incrementos se dan con un aumento en el número de operaciones, lo que le da mayor fortaleza, y en parte se explica por la mejora en los precios de algunos productos, la alta inflación internacional, la baja del dólar en el país y la ausencia de aumentos desde 2015.
- 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, esté imponiendo ciertas trabas y dificultades para el acceso a los permisos forestales ya sean de la DGF o de la DINACEA; principalmente en los campos arrendados, ya que en los propios se han obtenido todos los permisos. Más allá de esto, no se advierten mayores amenazas en lo que respecta a las políticas públicas, salvo las referidas a las regulaciones citadas.

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 así como en el del regulador: 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, para lo cual será necesario contar con la previa aprobación de una mayoría especial de titulares

a) 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 es destinada a la creación de un patrimonio forestal, mediante la compra de aproximadamente unas 11.000 ha de tierras (finalmente se adquirieron 11.852 has) y 6.000 ha efectivas de tierras para forestar bajo contratos de arrendamientos (etapa aún no culminada). La ubicación del proyecto es en la zona sureste, básicamente en los departamentos de Lavalleja y Florida.
- Se foresta con las especies: E.Smithii (principalmente) y E.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 planta 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. El E. Smithii tiene buen rendimiento pulpable, buena adaptación a los suelos y el clima del sur del país, un buen Incremento Medio Anual (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 m3, en los dos turnos de cosecha.

- 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).
- Se ha concretado la compra de 10 establecimientos por una superficie total de 10.852 hectáreas, un 98,6% del área total objetivo del prospecto (11.000 ha); ya se ha dado por terminada la búsqueda de campos para comprar. El precio promedio de adquisición de los campos del fideicomiso se ubicó en 2.882 dólares por hectárea, un 1,1% por encima de lo establecido en el prospecto.

CUADRO 1. Características de los predios adquiridos por el Fideicomiso

Localización	Situación	Hás totales	Has plantadas	Porcentaje forestable	Distancia a Montevideo
Lavalleja	Plantado	700	354	51%	180
Lavalleja	Plantado	1.220	675	55%	223
Lavalleja	Plantado	1.353	859	63%	189
Lavalleja	Plantado	403	299	74%	241
Lavalleja	Plantado	396	239	60%	185
Florida	Plantado	723	452	63%	153
Lavalleja	Plantado	117	76	65%	241
Lavalleja	Plantado	2.215	1406	63%	201
Lavalleja	Plantación 2023	2.718	1560	57%	190
Lavalleja	Plantación 2023	1.007	505	50%	195
Total		10.852	6.425	59%	196
PROSPECTO		11.000	6.380	58%	200

Fuente: En base al operador y el comité de vigilancia

- Los establecimientos adquiridos están ubicados a una distancia promedio de 196 Km de Montevideo, por lo que todos estos indicadores estarían en línea con lo proyectado.
- Al 31 de diciembre de 2022 se realizó la primer tasación de las tierras del Fideicomiso por parte de la empresa Agroclaro, considerando en esta oportunidad solamente los inmuebles rurales. Para determinar los valores de la tierra se combinan los valores de mercado de transacciones similares con retornos por arrendamiento en base a las superficies forestales y ganaderas y considerando un caprate del 3,4%. El resultado fue de 34,05 millones de dólares, lo que implica unos 3.138 USD/ha, un 8,9% superior al precio promedio de compra.

b) Cumplimiento de los estándares mínimos de desempeño.

- 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 deberá comprarse y/o arrendarse al menos el 50% de las tierras definidas en el plan de negocios; y el 90% en cuatro años.
 - o Al año y medio de operación del fideicomiso se adquirieron 10 predios por un total de 10.851 ha de las 11.000ha proyectadas, esto es un 98,6%. Etapa culminada.
 - o A los dos años se habían firmado 9 contratos de arrendamiento con productores por 1.114 ha efectivas, un 18,6% del objetivo de superficie a arrendar.
 - o A junio de 2023 (3 años y un mes) se firmaron 18 contratos por 1.721 has, un 28,7% del objetivo de superficie a arrendar.
 - o En total, considerando las tierras compradas y las arrendadas (12.573 has), hasta el momento (junio 2023) se ha alcanzado un 74% del objetivo final y un 82,2% del nivel mínimo de desempeño de 15.300 has, que debe lograrse recién a los 4 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. 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.
 - o Los últimos dos predios comprados por el Fideicomiso serán terminados de plantar en la primavera 2023.
 - o También en la primavera 2023 se plantarán los predios arrendados que ya tienen los permisos aprobados.
- Deberá lograrse un preñamiento 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 preñamiento.
 - o Hasta el momento, todas las auditorías realizadas han dado porcentajes de preñamiento superiores al mínimo exigido
- 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.

- Como puede observarse por el momento se vienen cumpliendo a satisfacción los estándares mínimos de desempeño.

o Hechos salientes del período

- Se han firmado hasta la fecha (junio 2023) un total de 18 contratos de arrendamiento forestal con productores por 1.721,2 has efectivas, y hay una carta de intención con probabilidades de concreción que suma unas 1.850 has adicionales. De concretarse este último acuerdo se estarían alcanzando 3.571 ha efectivas para arrendar con 19 productores. Esta superficie representa el 59,5% del área objetivo de 6.000 ha.
- El incremento en los valores ofrecidos para arrendar habría contribuido a acelerar la concreción de nuevos acuerdos en los últimos meses. Se sigue trabajando en la búsqueda de nuevos negocios, hay 12 negociaciones en proceso que involucran unas 2.517 has adicionales.

CUADRO 2. Contratos y superficies arrendadas a junio de 2023

Concepto	Hás	N. Productores
Contratos Firmados	1.721	18
Carta de intención firmadas	1.850	1
Negociaciones en proceso	2.517	12
Interés inicial	2.175	35
Negocios propuestos	8.720	74
PROSPECTO	6.000	

Fuente: el Operador

- En otoño de 2023 se plantaron 648 hectáreas de montes en dos predios del fideicomiso y en primavera se plantarán unas 1.395 has más en esos mismos predios y de esta forma culminarían las plantaciones en los campos propios. Una vez culminada la plantación de primavera de 2023, se alcanzarán unas 6.425 ha de bosques propios, cifra levemente mayor a la proyectada en el prospecto (6.380 has).
- En la primavera 2023 también se plantarán 887 has de montes en 12 predios arrendados.
- En el primer trimestre del año 2023 se realizaron las auditorías de la plantación de otoño 2022 correspondiente a la medición a los 8 meses de edad y las de 4 meses de las plantaciones de primavera 2022.
- El promedio de prendimiento de las plantaciones realizadas en otoño de 2022 fue del 85% y la primera auditoría de prendimiento en la plantación realizada en primavera de 2022 fue de 88,7%.
- En general el porcentaje de prendimiento para todo el muestreo es aceptable, sin embargo, en algunas parcelas este porcentaje es menor al 70%.
- En el segundo trimestre del año 2023 se realizaron las auditorías de la plantación de otoño 2022 correspondiente a la medición a los 12 meses de edad y las de 8 meses de las plantaciones de primavera 2022.

- Ambas auditorías dieron un resultado satisfactorio; las plantaciones de otoño un 78% de prendimiento promedio y las de primavera 2022 un 85%.
- Si bien el promedio de todas las evaluaciones de campo estuvo por encima de los valores objetivo, algunos establecimientos presentaron resultados por debajo, principalmente aquellos que fueron reforestados.
- Se están realizando replantaciones, principalmente en aquellos lugares donde el porcentaje de prendimiento fue bajo, según los resultados de las auditorías.
- El comité de vigilancia establece en sus informes que las plantaciones 2021 fueron afectadas por la sequía en algunas zonas, pero evolucionando positivamente luego de comienzo de las lluvias. Se hace un seguimiento de estas plantaciones, para ver como evolucionan las zonas más afectadas y evaluar un posible manejo de rebrotes en el futuro próximo.
- Todos los campos plantados en 2021 se encuentran con ganado mediante contratos de pastoreo.

3. Información analizada

La información analizada fue la siguiente:

- Estados Contables intermedios del Fiduciario al 30/06/2023.
- Estados Contables intermedios del Fideicomiso al 30/06/2023.
- Estados Contables de Maderas del Uruguay SA, al 31 de diciembre de 2022 con informe de auditoría.
- Informes trimestrales del operador el último al 30 de junio de 2023.
- Informes trimestrales del comité de vigilancia, el último al 30 de junio 2023.
- Información del Sector Forestal.
- Informes de calificación de otros fideicomisos análogos.
- Tasaciones de los campos. Agroclaro. Febrero 2023

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 2023 sigue mostrando una sólida situación de solvencia.

El ratio de liquidez se mantiene por debajo de la unidad. Cabe mencionar que el activo no corriente se compone en buena medida por los depósitos en garantía a que está obligada la firma, según normativa vigente, por los fideicomisos que administra y en consecuencia son de disponibilidad restringida. Esto explica los pasivos financieros, que son contraídos para constituir estas garantías y que una vez liberadas, los mismos son cancelados. En cuanto a la eventual necesidad temporal de fondos para atender obligaciones de corto plazo, la firma cuenta con financiamiento con partes relacionadas por lo que el riesgo de liquidez es muy acotado.

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

Concepto	30/6/2023	31/12/2022	31/12/2021
Activo Corriente	22.460	26.974	18.989
Activo no Corriente	234.787	245.533	281.068
Total Activo	257.247	272.507	300.057
Pasivo Corriente	39.398	43.807	33.484
Pasivo no Corriente	192.631	204.187	230.681
Total Pasivo	232.029	247.994	264.165
Patrimonio	25.218	24.512	35.891
Total Pasivo y Patrimonio	257.247	272.507	300.057
Razon Corriente	0,57	0,62	0,57

Fuente: EE.CC EFAM

Los resultados al término del semestre muestran una recuperación 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	30/6/2023	30/6/2022	31/12/2022
Ingresos Operativos	41.150	39.409	80.546
Gastos Adm. y Vtas.	(32.680)	(30.976)	(66.556)
Resultado Operativo	8.471	8.433	13.990
Resultados Financieros	(6.966)	(20.984)	(28.054)
Resultados antes de impuestos	1.505	(12.551)	(14.064)
IRAE	(799)	(87)	2.685
Resultado del período	706	(12.638)	(11.379)
Res Operativos/Ingresos	20,59%	21,40%	17,37%
Res Ejercicio/Ingresos	1,72%	-32,07%	-14,13%

Fuente: EE.CC de EFAM

En consecuencia, no se advierten riesgos sobre su continuidad como administrador fiduciario.

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 31/12/22, 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 USD5.360.000; cosa que ya ocurrió. En tal sentido, según los EE CC de la firma administradora, se han desembolsado casi USD 3.5 millones los que figuran en el Activo no Corriente bajo el rubro Inversiones.

3. El Fideicomiso

El objeto del fideicomiso, según contrato del 26/02/2020 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 29/05/2020 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 2023 se han emitido títulos por USD 43.01 millones distribuidas en 7 oportunidades, la última de las cuales fue el 23/02/2023 por USD 1.5 millones. Posteriormente, el 6/07/2023 se produjo la 8va. Integración por USD 2.7 millones, en consecuencia, el total integrado a la fecha de redactar este informe era de USD 45.71; el saldo de CP's suscriptos pendientes de integración era de USD 21.29 millones.

En el cuadro siguiente, se muestran los estados de situación y resultados intermedios del Fideicomiso, en forma resumida, al 30/06/2023.

Cuadro 5: Estado de Situación del Fideicomiso (miles USD)

Concepto	30/6/2023	31/12/2022	31/12/2021
Activo Corriente	1.747	2.041	2.649
Activo no Corriente	40.095	38.992	30.989
Total Activo	41.842	41.033	33.638
Pasivo Corriente	93	119	50
Pasivo no Corriente	-	-	-
Total Pasivo	93	119	50
Patrimonio	41.749	40.915	33.588
Total Pasivo y Patrimonio	41.842	41.033	33.638
Razon Corriente	18,78	17,15	52,98

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Como se informa líneas arriba, la integración recibida a la fecha de cierre del cuadro precedente fue de USD 43.01 millones que debe compararse con el patrimonio contable a la misma fecha que era de poco más de USD 41.7 millones.

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 33.4 millones corresponde al valor de tierra y mejoras y el resto (USD 6.7 millones) a plantaciones. Como es sabido, las tasaciones de estos activos se realizan en ocasión del cierre de cada ejercicio anual, en este caso no corresponde. Las plantaciones, por ser nuevas figuran al costo de implantación.

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

Cuadro 6: Estado de Resultados del Fideicomiso (miles USD)

Concepto	30/6/2023	30/6/2022	31/12/2022
Ingresos operativos	128	9	87
Gastos de Administración	(825)	(533)	(1.090)
Otros ingresos y egresos	1	16	17
Resultados financieros	31	40	39
Resultados antes IRAE	(666)	(468)	(946)
IRAE	-	-	-
Resultado del periodo	(666)	(468)	(946)
Otros resultados integrales	-	-	1.773
Resultado integral del periodo	(666)	(468)	827

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 constatarse desvíos que así lo justifiquen. *Riesgo bajo.*

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

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

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

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

Con el producto de la emisión se invierte en la compra y en el arrendamiento de inmuebles rurales para el 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 aproximadamente 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. Dunni 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 considerados: 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 escenarios

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

Fuente: El Prospecto

Como surge del cuadro, aún en la situación más desfavorable en donde los precios de la madera no acompañan la inflación del dólar y no se considera un aumento en el precio de la tierra la TIR del inversor sigue estando en valores razonables. Para CARE el escenario que más se adaptaría a la situación esperada, 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 presentó 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. Dunni 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, cuál 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 propio teóricamente pone un piso a la rentabilidad esperada de un proyecto y es el indicador clave para descontar los flujos de fondos esperados. Se realizó una actualización de la estimación del costo de oportunidad del capital, utilizando el modelo de valoración CAPM (Capital Asset Pricing Model), el que relaciona la tasa libre de riesgo, la prima de riesgo del mercado y la prima de riesgo asignado al sistema de producción específico, en este caso la industria del papel y los productos forestales.

A los efectos de estimar el costo de oportunidad del capital, y por ser un proyecto que ya se está ejecutando, se opta por considerar el promedio de los últimos 5 años para todas las variables, a los efectos de minimizar las variaciones coyunturales, tanto al alza como a la baja, y tener una visión de mediano plazo.

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

Donde:

β_{im} : Riesgo sistémico propio respecto del riesgo de mercado, valor proporcionado por Damodaran.

r_f : tasa libre de riesgo. Se considera el rendimiento de los Treasury Bonds a 10 años de la reserva general de Estados Unidos de América.

$E(R_m) - R_f$: Prima de Riesgo del mercado. Es el premio por el riesgo específico al mercado con el que se compara el proyecto (La diferencia del rendimiento de los activos de renta variable y la tasa libre de riesgo). Para estimar el rendimiento

de los activos de renta variable se considera la prima de riesgo del mercado accionario, suministrado por Damodaran (Equity Risk Premium de S&P 500). Erp: Prima por riesgo específico a la compañía o proyecto evaluado. Se considera en este caso el riesgo país de Uruguay, medido a través del índice UBI de República AFAP.

Para el promedio de los últimos 5 años (2019-2023), el parámetro "beta" de Damodaran, se ubica 1,04, lo que indica que la actividad tiene un mayor riesgo y variabilidad que el promedio de todas las actividades en ese mercado. Para el caso del rendimiento de los bonos americanos se consideró 2,18%, para el riesgo país (índice UBI), se consideraron 132 puntos básicos y para la prima de riesgo del mercado accionario se consideró 4,95%.

Aplicando estos valores se llega a una tasa de retorno esperada para el capital propio del 6,37%. Este valor es menor a la TIR estimada para 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.

En la coyuntura actual, los valores de la tasa libre de riesgo y el rendimiento del mercado accionario son mayores al promedio del período considerado, pero en contrapartida el riesgo país es menor al del promedio de los últimos años. Si se aplican los valores actuales, el costo de oportunidad del capital sería levemente mayor (6,77%).

Otros indicadores con los que podría compararse la TIR esperada del Fideicomiso podrían ser las curvas de rendimiento, que serían opciones posibles de inversión ya que están estimadas para el caso del Uruguay². En la actualidad la curva en UI (CUI) a 10 años se ubica en 3,37% y la curva en dólares (CUD) a 10 años está en 5,02%. La TIR esperada para el inversor en los CPs, supera también en este caso al costo de oportunidad, que solamente contempla el riesgo país.

En cualquier caso la Tasa de Retorno para el inversor en este proyecto supera los costos de oportunidad del capital. 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.

d) 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.

². Curva Spot de Rendimientos de Títulos Soberanos Uruguayos emitidos en moneda nacional indexada a la inflación o en dólares, según sea el caso

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).

Respecto del riesgo climático, el más importante sería un evento extremo de sequía, que podría afectar no solamente los montes muy jóvenes, sino también en algunos casos los montes de mayor desarrollo. Estos riesgos son difíciles de prevenir y de estimar su impacto futuro; la fuerte sequía 2022/2023 ha permitido generar información real de los efectos que pueda generar sobre la producción forestal.

Para el caso de los incendios, es un riesgo ya muy presente en la actividad y estos proyectos lo tienen adecuadamente internalizado. Existen medidas de manejo para minimizar su ocurrencia (cortafuegos, limpieza de residuos), tareas de vigilancia continua en los meses del verano y también hay seguros. Por otra parte, la dispersión de los predios también reduce los riesgos de incendio, ya que si éstos llegaran a ocurrir quedarían acotados a ese predio.

e) Tasación de la Tierra y los Montes Forestales

A diciembre de 2022 se presentó la primer tasación de las tierras adquiridas por el Fideicomiso. En esta oportunidad solamente se tasaron los inmuebles rurales, no se tasaron los montes, ya que por lo general éstos se comienzan a tasar a partir de los dos años. La tasación fue realizada por la consultora Agroclaro.

Esta tasación se realiza combinando dos conceptos: el valor real de mercado de predios similares que fueron comercializados y la valoración basada en la renta actual de mercado asumiendo un caprate de 3,4%.

El el valor de tasación de las tierras al 31 de diciembre de 2022 fue de USD 34.051.787, lo que implica un valor por hectárea de 3.138 dólares. Fueron valuados los 10 predios y la totalidad de las hectáreas del Fideicomiso.

Se destaca que el valor de la tasación resulta en un 8,9% superior al valor medio de compra.

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 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, por el momento no se vislumbran cambios en la política forestal.

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.

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 el 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.

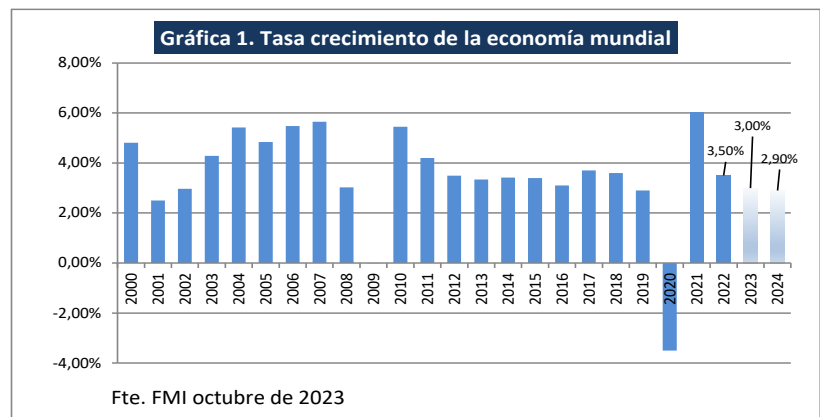
La tendencia de largo plazo esperada para los precios de la madera, es que todo indica que los precios deberían mostrar una tendencia creciente, al menos en valores nominales, y ello se sustenta en el hecho de que la demanda crecerá de la mano del incremento de la población y del crecimiento de la economía mundial, y especialmente 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).

El incremento de la demanda enfrenta una oferta que se ha visto limitada por crecientes medidas de protección de los bosques nativos, así como también el control que se realiza sobre los de rendimiento. Por su parte, las políticas destinadas a atenuar los impactos del cambio climático también promueven la protección de los montes al ser éstos importantes sumideros de carbono.

No obstante, la tendencia esperada de largo plazo puede verse afectada por coyunturas desfavorables que tengan efectos depresivos sobre la demanda y en consecuencia sobre los precios, como fue lo ocurrido entre 2019 y 2020, como consecuencia de la pandemia del Covid-19. Superados los efectos de la pandemia, la demanda y los precios se comenzaron a recuperar, pero a mediados de 2022 las condiciones cambiaron. El 2022 estuvo marcado por las consecuencias del conflicto entre Rusia y Ucrania, el enfriamiento de la economía global y de China en particular, así como las medidas de Covid cero implementadas por éste último. Esos fenómenos generaron cambios en la economía y el comercio mundial, como por ejemplo aumentos en aquel momento de los precios de las materias primas, mayor inflación internacional y mayores costos de los fletes y la energía. Toda esta situación generó una mayor volatilidad al mercado de la madera, y el aumento de los costos estrechó los márgenes del negocio. A partir del segundo semestre del 2022, las medidas tomadas por China, sumado a las expectativas de menor crecimiento económico mundial, tuvieron un impacto muy significativo en las importaciones de algunos productos, impactando en una reducción de los precios para el caso de la celulosa y en mayores dificultades de colocación para el caso de la madera en bruto.

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 las comentadas. 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 en su último informe de octubre de 2023 proyecta que el crecimiento mundial que habría sido de 3,5% en 2022, pasará a ser del 3,0% en 2023 y 2,9% en 2024, muy por debajo del promedio histórico (2000–19) de 3,8%. El incremento de las tasas de interés de política monetaria de los bancos centrales para combatir la inflación estaría contribuyendo a hacer más lenta la recuperación de la actividad económica. Por su parte, ese organismo prevé que el nivel general de inflación mundial descienda del 8,7% en 2022, a 6,9% en 2023 y 5,8% en 2024.



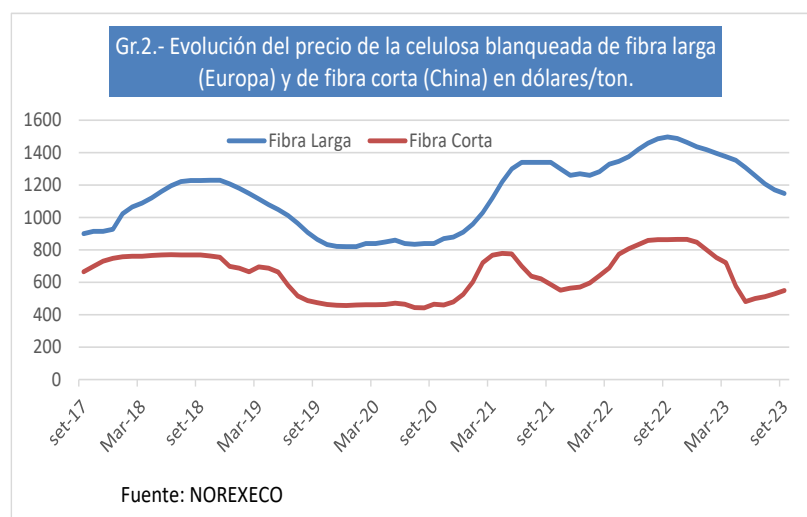
El acuerdo para elevar el techo de la deuda de Estados Unidos y las medidas adoptadas para contener la turbulencia bancaria redujeron los riesgos inmediatos de trastornos en el sector financiero, reduciendo los riesgos adversos para las perspectivas. No obstante, el panorama actual de alta

inflación, el mantenimiento de la guerra, el bajo crecimiento de China y la actual política restrictiva de los bancos centrales, mantienen una perspectiva de crecimiento mundial a la baja.

Por el lado positivo, la inflación podría disminuir más rápidamente de lo previsto, reduciendo así la necesidad de una política monetaria restrictiva, y la demanda interna podría ser más resiliente.

En lo que tiene que ver con madera con destino final a pulpa de celulosa, la reducción en el consumo como consecuencia de la pandemia generó en un primer momento una abrupta reducción en la demanda y en los precios. Fue así, que luego de un marcado pico al alza de precios durante 2018, los valores de la celulosa 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. Esa caída fue coyuntural, y en 2021 los precios se recuperaron rápidamente, hasta fines de 2022. En el 2023, al menos hasta mediados de este año los precios internacionales de la celulosa mostraron fuertes descensos en sus valores. Esta última caída está sustentada fundamentalmente en una merma en la demanda de papel y sobre todo de materiales para el packaging, consecuencia de la reducción esperada en el crecimiento económico que se registró en la economía internacional. También incide en la menor demanda la larga cuarentena en China por Covid, la existencia de un sobrestock en ese país y una caída en la demanda de la Unión Europea.

En la siguiente gráfica se presta información de los precios por tonelada para dos tipos de pasta de celulosa: la NBSK³ (principal cotización internacional, correspondiente a pulpa de coníferas de fibra larga en Europa), y de la BHKP⁴ (pulpa de fibra corta en China). Puede observarse el comportamiento comentado en el párrafo anterior.



³. Northern Bleached Softwood Kraft Pulp. Pulpa de celulosa blanqueada de fibra larga

⁴. Bleached Hardwood Kraft Pulp. Pulpa de celulosa blanqueada de fibra corta.

La caída en los precios de la celulosa de fibra larga es menor que para el caso de la corta, lo que se explica en gran medida por la mayor oferta de este último producto en la región, como consecuencia de la puesta en marcha de un proyecto de gran escala en Chile y también de la planta de UPM 2.

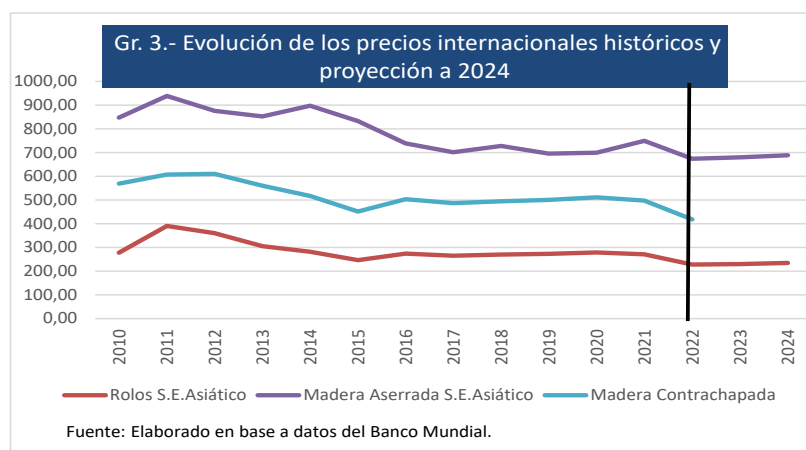
En los últimos meses la caída en el precio para el caso de la fibra largo, se habría atenuado un poco, mientras que en el caso de la corta parece haber comenzado a recuperar. Importa destacar que en la medida que los precios caían también se reducían en forma significativa los precios de los fletes internacionales, compensándose en parte los efectos económicos.

Algunas proyecciones a las que CARE tuvo acceso, estiman que la tendencia descendente en los precios de la celulosa habría culminado y podría esperarse una leve recuperación en el mediano plazo al menos para el caso de la fibra corta (entre 7 y 10%), ya que se encuentra bajo en términos históricos.

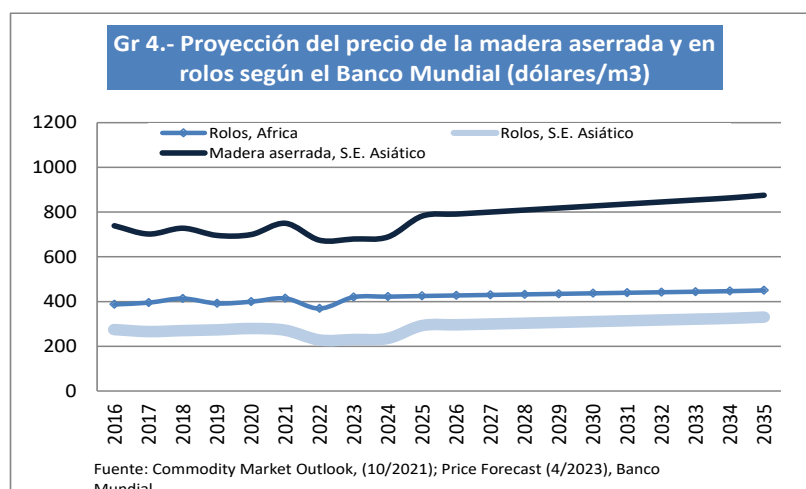
No se dispone de información que proyecte las perspectivas de la evolución de precios internacionales para la celulosa para el largo plazo, no obstante muy probablemente los precios deberían evolucionar en línea con el resto de los productos forestales (madera en bruto) (ver gráfica 4). En los últimos 10 años el incremento anual del precio internacional de la celulosa fue del 3,9%, esto es un valor indicativo, ya que no existe la certeza de que para el futuro se cumpla lo verificado en el pasado.

Para el caso de la madera de eucaliptus en bruto con destino aserrío, el comportamiento de la demanda ha mostrado una evolución similar al de la celulosa, aunque menos marcada. Por su parte, los precios mantienen una leve tendencia al crecimiento viéndose afectados mayormente los volúmenes comercializados. 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 cierto empuje, consolidando la recuperación que se mantuvo durante todo el año 2021 y hasta mediados de 2022. A partir del segundo semestre de 2022, China prácticamente sale del mercado y se genera una importante caída en la demanda, que afecta fuertemente a las exportaciones uruguayas. Cabe esperar una recuperación del comercio para este año 2023, que ya habría comenzado a partir del segundo trimestre.

Para el caso de la madera de pino aserrable, el comportamiento es similar al del eucaliptus, con la diferencia que durante el 2023 no se verifica una recuperación del comercio. La demanda por pino se recupera a partir de mediados de 2020 y ese comportamiento se mantiene durante todo el año 2021, pero vuelven las dificultades en 2022, básicamente por la abrupta caída de las compras de China sumado al incremento de los costos de transporte marítimo. Se mantienen a buen ritmo las importaciones de India que se consolida como el principal mercado para las exportaciones uruguayas. Según el último informe de previsión de precios del Banco Mundial de abril de 2023, los precios de la madera en bruto y de la aserrada mostrarían leves incrementos en sus precios para los próximos dos años, en el entorno del 1 al 2% anual.



Las perspectivas para el largo 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 Mundial⁵ 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 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).



Las exportaciones forestales del Uruguay alcanzarán un nuevo récord en el 2023 que en mayor medida se explicará por la puesta en funcionamiento de la nueva planta de celulosa de UPM. En el siguiente cuadro se presentan las exportaciones forestales en valor para los últimos años y para el primer semestre de 2023; puede observarse una clara tendencia al crecimiento.

⁵ World Bank Commodities Price Forecast. Esta proyección se presentaron informes posteriores solamente se proyectan precios para 2023 y 2024.

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

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	1er sem. 2023
Celulosa	1.310	1.660	1.527	1.107	1.576	1.818	1.016
Rolos de pino	88	150	89	132	204	127	45
Tableros de madera contrachapados	64	76	55	67	105	102	41
Chips (eucalipto y pino)	64	95	102	21	74	113	58
Madera Aserrada coníferas y no coníferas	93	115	97	104	159	184	87
Papel y Cartón	34	32	36	25	26	25	13
Rolos de eucalipto	21	29	14	21	23	34	12
Total	1.673	2.158	1.921	1.477	2.167	2.403	1.272

Fuente: Care en base a datos de Aduana y Uruguay XXI.

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

Cabe destacar el continuo crecimiento de las exportaciones de madera aserrada, en conjunto (coníferas y no coníferas), que se constituyen en el segundo producto forestal de exportación después de la celulosa.

Para el caso concreto de los chips, principal producto de exportación de este fideicomiso, los ingresos por exportaciones del 2022 fueron récord, en los primeros 6 meses del año se habría mantenido la tendencia.

B) El precio de la tierra

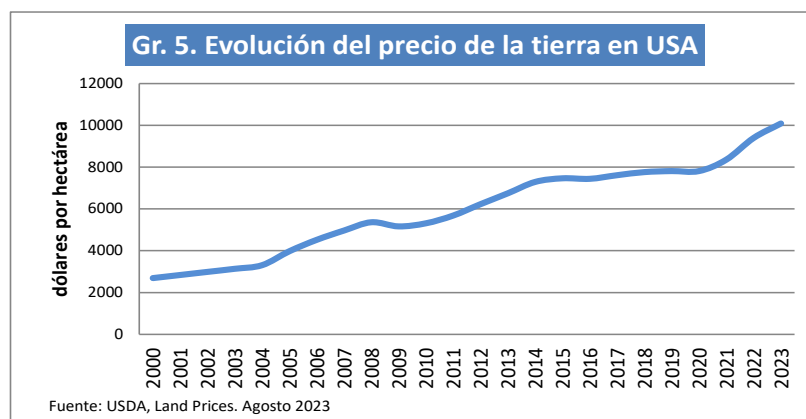
Las perspectivas de demanda internacional por tierra siguen siendo alentadoras y ubicarían los precios en niveles crecientes para el corto y mediano plazo, pero a tasas más moderadas que en el pasado. Esto es consecuencia de las dificultades que existen para la expansión de la frontera agrícola, sumado a la necesidad de un uso racional y sostenible del recurso suelo. Esto no implica que puedan existir variaciones de corto plazo que la aparten de esa tendencia, como consecuencia de la evolución de diversas variables que puedan afectar los precios nominales de la tierra, tales como, las tasas de interés, la devaluación de las monedas, la inflación internacional o el precio de los commodities.

En este caso se actualiza el comportamiento de los precios en diferentes países considerados de importancia, en el entendido de que sus tendencias podrían generar información respecto de lo que podría ocurrir en nuestro país.

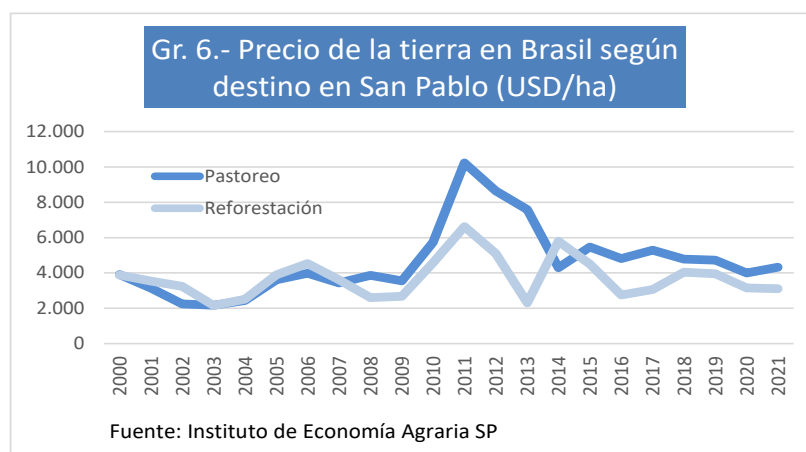
En lo que respecta al precio de la tierra en Estados Unidos, en lo que va del siglo XXI se observa una continua fase ascendente, con alguna excepción (2009 y 2015) en donde se verificaron mínimas reducciones, pero que no modifican la tendencia. El precio en Estados Unidos cayó únicamente en los primeros 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.

Durante el período 2000-2023, el incremento acumulativo anual del precio de la tierra en EEUU en dólares corrientes fue de un 5,9% anual, valor superior al de la inflación de la moneda norteamericana (2,49%), lo que determina un incremento real del 3,3%.

El precio de la tierra (promedio) se había mantenido relativamente estable entre 2017 y 2020, con aumentos mínimos en el entorno a la inflación del dólar, pero en los últimos tres años los valores se recuperan fuertemente mejorando en términos reales, pero también acompañando la inflación. En el año 2021 los precios promedio de la tierra aumentaron un 7,0%, en el año 2022 un 12,4% y en 2023 el aumento fue de un 7,4%. Si se analizan por separado las tierras agrícolas de las ganaderas, las primeras tuvieron entre 2021 y 2023 un aumento del 23,5% mientras que las segundas un 18,2%; esto se explicaría por los aumentos de precio de los productos agrícolas.



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 su moneda nacional (Reales). Por ello, las fluctuaciones son amplificadas por este efecto. En el año 2011 se verifica un muy importante crecimiento en los valores de la tierra que se corrige en los siguientes años, y a partir de 2014 retoma un comportamiento de mayor estabilidad con pequeñas variaciones anuales.



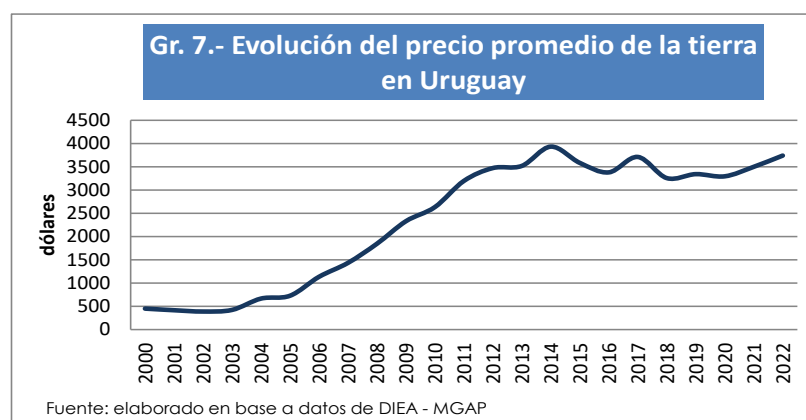
Para el año 2021, último reportado por el Instituto de Economía Agrícola de San Pablo los precios de la tierra aumentaron en dólares, en el entorno del 8%, recuperando parte de la reducción que se había verificado en el año anterior (16% para las tierras de pastoreo), como consecuencia de la devaluación 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.

La Cámara Argentina de Inmobiliarias Rurales (CAIR), institución que analiza la evolución de ese mercado estima que la actividad disminuyó un 31% en forma interanual entre 2020 y 2021, ubicándose hacia el inicio de 2022 en el mínimo histórico desde que se computa el InCAIR (índice de actividad que estima la Cámara). En su último informe de julio de 2023, se establece que durante el primer semestre del 2023 ya se nota un repunte significativo en el nivel de actividad, explicado por una mejora en los precios internacionales, la superación de la sequía y el posible cambio de gobierno.

En el caso de Uruguay, la información reportada por DIEA-MGAP para el promedio de las transacciones de tierras muestra que verificó una muy fuerte valorización de los campos a partir de 2004 y hasta el 2014. A partir de 2015 comenzó 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.

En 2021 el precio de la tierra parece retomar su tendencia histórica de crecimiento, al aumentar un 6,2% respecto del año anterior. El último informe de "Precio de la Tierra" de DIEA, publicado el 10 de mayo de 2023 da cuenta de un nuevo incremento en los valores respecto del año anterior, en este caso del 6,9%. Importa destacar, que en los últimos tres años también se verifica un aumento significativo en las superficies transadas anualmente, lo que indicaría un mayor nivel de actividad en un mercado en alza. Estos últimos aumentos en los valores de la tierra se podrían explicar en parte como consecuencia del repunte de los precios internacionales, así como por el fortalecimiento del peso uruguayo con respecto al dólar, moneda con la que se realizan las transacciones de campos. Por su parte, la alta inflación internacional y los niveles actuales de precio de los campos, que no muestran incrementos sostenidos desde 2014, también habrían contribuido al aumento de los precios.



Existen otras fuentes de información realizadas por consultoras y operadores del mercado⁶, 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, los resultados obtenidos están alineados con la información suministrada por DIEA.

Existe una proporcionalidad comprobada⁷ entre el índice de CONEAT y el precio con valores de campo con CONEAT por encima de 100, pero cuando 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 53 años fue de 7,8%.
- 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%.

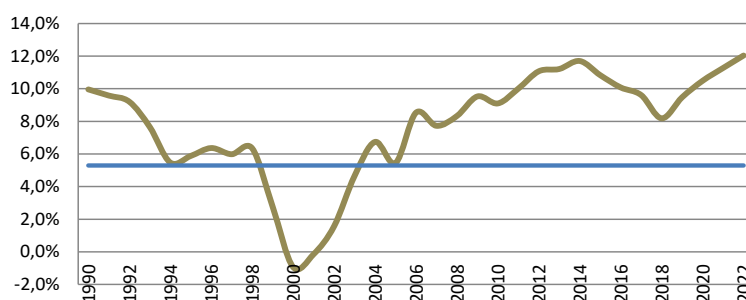
Si el mismo análisis se realiza para períodos de 30 años la tasa de crecimiento anual cae levemente (7,3% en dólares corrientes), y el mínimo crecimiento anual es de 5% y por lo prácticamente en ningún período estaría por debajo del valor considerado en el prospecto.

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 12% de crecimiento anual).

⁶ SERAGRO, Agroclaro, Consur y operadores privados

⁷ B. Lanfranco y G. Sapriza (Serie Técnica N° 187 de INIA, "El índice CONEAT como medida de productividad y valor de la tierra" 2011)

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. uy⁸ de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.

Comité de Calificación



Ing. Julio Freyre



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrian Tambler

⁸. **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.**