

**CALIFICACIÓN DE RIESGO DE
CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN
EN EL DOMINIO FIDUCIARIO DEL
“FIDEICOMISO FINANCIERO
FORESTAL
EUCALYPTUS DEL SUR”**

Montevideo, octubre de 2022

4	RESUMEN GENERAL
6	I INTRODUCCIÓN
12	II EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACION
15	III LA ADMINISTRACION
20	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS
26	V EL ENTORNO
38	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO
ANEXO I INFORME DE CONTINGENCIAS JURIDICAS	

Calificación Emisión de Oferta Pública 12 - octubre - 2022

Denominación:	Fideicomiso Financiero Forestal Eucalyptus del Sur
Fiduciario:	Winterbotham Fiduciaria S.A. Administradora de Fondos de Inversión
Administrador:	Plantesia Forest Asset Management S.A.S.
Agente de Registro y Pago:	Winterbotham Fiduciaria S.A. Administradora de Fondos de Inversión
Entidad Representante:	Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A. (BEVSA).
Asesor Legal:	Amorín Abogados
Organizador:	Nobilis Corredor de Bolsa SA
Títulos a emitir:	Certificados de Participación escriturales de Oferta Pública.
Moneda:	Dólares americanos
Importe de la emisión:	Hasta USD 54.500.000.
Distribuciones:	la distribución de montos distribuibles se realizará anualmente de acuerdo a lo establecido en el contrato. Al finalizar se distribuyen los montos remanentes.
Activos del Fideicomiso:	Inmuebles rurales y bosques para desarrollar una explotación forestal.
Plazo de vigencia del fideicomiso:	25 años desde la emisión, pudiéndose extender hasta 30 años máximo.
Vigencia de la Calificación:	30 de abril de 2023, siempre y cuando se emita antes de 180 días.
Calificación de Riesgo:	BBB.uy ¹
Manual Utilizado:	Manual de Calificación de Finanzas estructuradas administradas por terceros

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

Resumen General

CARE ha calificado los certificados de participación en el dominio fiduciario del "Fideicomiso Financiero Forestal Eucalyptus del Sur" con la calificación BBB.uy de grado inversor.

Las características principales del negocio son:

- Un negocio que consiste en la adquisición de un activo forestal compuesto de unas 11.300 hectáreas, de las cuales ya se encuentran efectivamente plantadas unas 7.300. La mayor proporción de los bosques están plantados con eucaliptus globulus con destino a celulosa o chips. El proyecto en su conjunto está enmarcado bajo toda la normativa nacional vigente y los estándares internacionales del Manejo Forestal Sostenible (MFS), y cuenta desde hace varios años con la certificación internacional voluntaria FSC (Forest Stewardship Council).

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 aprecia en el informe jurídico adjunto. (Anexo I).
- De modo especial se ha evaluado la capacidad de gestión de la empresa Administradora del proyecto "Plantesia Forest Asset Management SAS" (en adelante Plantesia o Plantesia SAS), que si bien es de reciente creación, sus principales integrantes tienen una amplia y sólida experiencia en la gestión de empresa forestales.
- Se destaca la alineación de incentivos entre el Fideicomiso y el Administrador ya que este último se compromete a adquirir Certificados de Participación (CP) por el 6% del monto total de la emisión.
- Se incluyen en el Contrato de Fideicomiso (capítulo 11) una serie de estándares mínimos de desempeño que el Administrador deberá cumplir y que serán evaluados anualmente. Estos criterios refieren a la compra de los campos identificados, el mantenimiento de un área mínima de plantación, la ejecución de las reforestaciones, porcentajes de prendimiento, cumplimiento de los presupuestos anuales y el logro de un IMA mínimo (incremento medio anual de los bosques). Asimismo, el contrato de fideicomiso establece la posibilidad de cambiar de administrador en caso de que se constaten determinados incumplimientos.
- Un negocio que desde el punto de vista económico financiero para el inversor soporta los stresses ajenos al negocio a los que razonablemente el organizador y la calificadora han sometido el proyecto. Los supuestos utilizados en el proyecto (IMA, precios de la madera, costos, tasas de evolución, etc.) son consistentes con otros proyectos forestales de oferta pública calificados por CARE.

- La tasa interna de retorno del proyecto planteada en el prospecto es de 8,61% para el escenario base. CARE realizó diversas sensibilizaciones adicionales suponiendo condiciones más adversas para las principales variables (menores aumentos del precio de la madera y de la tierra), manteniéndose tasas de retorno dentro de rangos razonables, estos análisis se detallan en la Sección IV.
- El mercado internacional de la madera, y en concreto de las maderas con destino a celulosa (el 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 crece hasta fines del año 2021 para luego mantenerse relativamente estable durante el primer semestre de 2022, y a niveles elevados en términos históricos. En este sentido, la demanda internacional por celulosa se ha recuperado y viene mostrando una buena perspectiva para los años próximos, manteniendo la tendencia a 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 están cada vez más limitadas. 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, ya se han despejando las amenazas que se habían creado respecto de un posible cambio en la política hacia el sector forestal. Por otra parte, en este caso particular, los montes ya están implantados, ya están otorgados todos los permisos y además buena parte de los montes están calificados por la Dirección General Forestal como BPA (Bosques Protectores Artificiales) por la función “restauradora” que cumplen los bosques sobre los suelos, lo que determina beneficios adicionales. Por lo tanto, no se advierten amenazas en lo que respecta a las políticas públicas.

I. INTRODUCCIÓN

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para calificar los certificados de participación en el dominio fiduciario del fideicomiso financiero nominado "Fideicomiso Financiero Forestal Eucalyptus del Sur".

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 T.I.R.s derivado de múltiples simulaciones, como razonable para el proyecto en esta primera calificación, las futuras no se vincularán estrictamente con la obtención de estas cifras. En efecto, no se trata en este caso de una emisión con compromiso de rentabilidad fijo. Por tanto la nota no dependerá estrictamente del alcance de las Tasas Internas de Retorno calculadas en el proyecto ni de los costos de oportunidad del capital de los inversores porque es diferente en cada caso. 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, Julio Preve y Adrián Tamber. Asimismo CARE contrató los servicios del Dr. Leandro Rama, cuyo informe se adjunta (ver Anexo I) y los de la Ing. Agr. Martha Tamosiunas, quien realizó una visita y evaluación de algunos de los predios a adquirir por parte del Fideicomiso.

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

Del prospecto se toma un resumen de las características del negocio que deriva de la emisión de Certificados de Participación escriturales de oferta pública que tendrán un valor nominal cada uno de ellos de USD 1.000 (mil dólares estadounidenses), y un valor nominal total máximo de USD 54.500.000 (cincuenta y cuatro millones quinientos mil dólares estadounidenses).

El objetivo general del Fideicomiso Financiero Forestal Eucalyptus del Sur consiste en la adquisición de predios rurales con la finalidad de desarrollar la actividad forestal, maximizando la rentabilidad de los inversores en el mediano y largo plazo a través de un proyecto sostenible desde el punto de vista ambiental, social y económico.

Las inversiones forestales buscan proveer a los inversores razonables retornos de largo plazo con un bajo riesgo financiero, logrado a través del crecimiento biológico de los árboles, el precio de la venta de la madera y el diferencial entre el precio de compra y venta de los campos.

Existe un contrato de opción de compra firmado por el administrador a través del cual éste cuenta con la posibilidad de adquirir un patrimonio forestal, en donde todos los predios ya están forestados y cuentan con plantaciones ya establecidas. En el Contrato de Fideicomiso, el administrador asume la obligación de ceder los derechos emergentes de dicha Opción de compra a los efectos de que la adquisición de los inmuebles se realice a favor del Fideicomiso. La Opción es por un plazo de 6 meses, se firmó en agosto de 2022 y estaría venciendo el 10 de febrero de 2023.

En el caso en que no se logre la adquisición bajo la Opción de Compra, el Comité de Vigilancia deberá asesorar a la Asamblea de Titulares para que ésta decida: si se extiende el plazo para la compra de los Inmuebles con la correspondiente prórroga del contrato de opción; si decide la compra de otros inmuebles o, si decide liquidar el Fideicomiso, restituyendo a los Titulares de los CP los montos integrados, previa deducción de los gastos incurridos.

Las principales características del proyecto son:

- Estructuración de una opción de inversión a largo plazo, respaldada por el retorno de operaciones que involucran el mercado de la madera y el mercado inmobiliario de tierras de uso agropecuario, sin perjuicio de otros ingresos por venta de bonos de carbono y pastoreo.
- Administración a cargo de Plantesia Forest Asset Management SAS (en adelante Plantesia o el administrador), una empresa de reciente creación, pero su personal jerárquico tiene gran experiencia y habilidad en la administración de patrimonios forestales, con más de 20 años de experiencia en el mercado local.
- El activo a adquirir consiste de unas 7.300 ha. efectivamente plantadas, en un total de tierras de 11.300 ha aproximadamente. Los bosques cuentan con proyectos con un objetivo productivo definido (por ende, con una determinada selección de especies) a los cuales se realizarán los ajustes necesarios respecto al manejo silvicultural preestablecido. El proyecto en su conjunto está enmarcado bajo toda la normativa nacional vigente y

los estándares internacionales del Manejo Forestal Sostenible (MFS), ya que cuenta desde hace varios años con la certificación internacional voluntaria FSC (Forest Stewardship Council).

- CARE solicitó un informe técnico a la Ing.Agr. Martha Tamosiunas quien recorrió 7 predios del activo que representan el 47% de los montes totales a adquirir. Como conclusión el informe señala que los predios visitados demuestran buena planificación y una cuidada inversión para dotar al activo de las condiciones productivas idóneas. Destaca también la buena caminería interna y la corta distancia a los centros de consumo

Cuadro 1.- Superficies plantadas por especie

Especie	Hectáreas	Porcentaje
Eucaliptus Dunni	1.055	14%
Eucaliptus Globulus	6.207	85%
Eucaliptus Grandis	9	0%
Eucaliptus Tereticornis	31	0%
TOTAL	7.302	100%

Fuente: El Prospecto

- El patrimonio está compuesto por plantaciones del género Eucalyptus realizadas desde el año 1997 hasta 2015. Un porcentaje importante ya ha sido cosechado (en algunos casos en más de una oportunidad) con manejo posterior de rebrote.
- Los problemas fitosanitarios que ha venido presentando en los últimos años el eucaliptus globulus, hacen altamente probable que la decisión técnica en algunas replantaciones sea el cambio de especie, utilizando E. smithii y en menor medida E. dunni.
- Algunos de estos bosques han sido calificados por la Dirección General Forestal (DGF) en la categoría de Bosques Protectores Artificiales (BPA), por haber sido plantados en suelos con alto grado de erosión previa, producto de muchos años de agricultura intensiva. Por su parte, todos los bosques cuentan con proyecto forestal aprobado por la Dirección General Forestal (DGF).
- Ubicación del proyecto en la zona sureste del país, en los departamentos de Canelones, Lavalleja y Maldonado. En promedio a 134 kilómetros de Montevideo en donde se encuentran las plantas de chipeado, o a 60 kilómetros de los centros de acopio de las plantas de celulosa.
- El Fideicomiso podrá también arrendar inmuebles rurales para su explotación silvicultural y actividades accesorias siempre que dichos arrendamientos sean propuestos por el Administrador y aprobados por el Comité de Vigilancia en los términos establecidos por el Contrato de Fideicomiso.

- El Fideicomiso podrá asumir financiamiento bancario para lo cual deberá obtener la autorización del Comité de Vigilancia en caso de financiamiento por hasta un monto máximo acumulado de préstamos equivalente al 25% del Patrimonio Fiduciario al momento de solicitarse el financiamiento y en caso que no se obtenga la autorización del Comité de Vigilancia se someterá a consideración de la Asamblea de Titulares. Las garantías no podrán superar el doble del monto total de financiamiento contraído por el Fideicomiso.
- El plazo del Fideicomiso es de 25 años, contados desde la emisión, pudiendo realizarse la extinción anticipada del Fideicomiso en los términos que surgen de la cláusula sexto del Contrato de Fideicomiso Este plazo podrá ser extendido por 5 años más, por mayoría especial de la asamblea de titulares.
- Todas las operaciones serán llevadas a cabo por empresas tercerizadas, contratistas que cuenten con comprobada experiencia en el rubro y en la gestión forestal sustentable, y que prestan servicios en las empresas forestales que operan en la zona. Estos servicios tercerizados serán en todos los casos dirigidos y supervisados por el Administrador pero contratados por el Fideicomiso.
- El Administrador podrá proponer la venta de aquellas hectáreas de inmuebles del Fideicomiso que se encuentran sin forestar y que a su vez no se pretendan explotar bajo el destino forestal del plan de negocios. Para ello se requerirá un informe favorable del comité de vigilancia y la autorización de la Asamblea de Titulares por mayoría especial.
- El contrato de Fideicomiso establece una serie de estándares mínimos de cumplimiento que el administrador deberá cumplir. El no cumplimiento de los mismos podría llegar a determinar la remoción del Administrador, estos son:
 - o **Estándares de adquisición de los Inmuebles:** deberán adquirirse los Inmuebles definidos en el Plan de Negocios.
 - o **Estándares operativos del Proyecto:**
 - **Plantación:** se deberá mantener durante todo el Plazo del Fideicomiso una plantación mínima equivalente a un 50% del área total de los Inmuebles.
 - **Reforestación:** En caso de reforestar las áreas cosechadas se deberá plantar como mínimo un 80% de las mismas en un plazo máximo de 1 año desde que se finalizan las operaciones de extracción de la madera del bosque. Este plazo podrá ser mayor en caso de que se cuente con la aprobación del Comité de Vigilancia.
 - **Prendimiento:** Para el caso de las nuevas plantaciones deberá lograrse un prendimiento mínimo de 80% de la densidad inicial a excepción para la especie *Eucalyptus smithii* que se considerará un 10% extra de tolerancia. En caso de eventos climáticos extremos, el Administrador no será responsable del incumplimiento de esta meta siempre que los mismos sean comprobables.

- **Cumplimiento del Incremento Medio Anual "IMA":** el IMA se establece en un crecimiento igual o superior al 75% del volumen proyectado para cada especie y edad de acuerdo a lo establecido en el Plan de Negocios.
- **Cumplimiento del Presupuesto Anual del Fideicomiso:** El Administrador podrá desviarse en la ejecución del Plan de Negocios hasta un 23% del monto total presupuestado en cada presupuesto anual.
- Se instalarán parcelas de medición permanente en cada estrato, las cuales se evaluarán anualmente, lo que permitirá obtener una base de información para optimizar los turnos de corta y generar curvas de crecimiento adaptadas a cada predio.
- El manejo forestal del patrimonio establecido se realizará principalmente con el objetivo de producir materia prima con destino final para la industria de celulosa y en segundo orden de madera de calidad con destino aserrío.
- Además de la venta de madera, el proyecto prevé la venta de Bonos de Carbono ya que el patrimonio que se adquiere tiene actualmente certificación de créditos de carbono. Los bonos de carbono son un instrumento internacional que permite la compensación voluntaria de las emisiones de gases de efecto invernadero. Las plantaciones forestales se consideran en el mundo grandes sumideros de Carbono, pues secuestran CO₂ de la atmosfera, ayudando así a prevenir el efecto invernadero.
- El Plan de negocios supone 3 ciclos de producción de la madera, y en ese período se prevé extraer unas 2.890 mil m³ de madera con destino pulpa o chip.
- La venta de madera con destino final celulosa será a los 9 años para las especies *E. smithii* y *E. dunnii*, y de 11 años para *E. globulus*. El proyecto contempla la modalidad de venta de madera en pie bajo el marco de un sistema de licitación previa de venta analizando las propuestas de los oferentes.
- La distribución de fondos será anual siendo los fondos distribuibles los montos existentes en las cuentas del Fideicomiso al 31 de marzo, descontados los montos necesarios para afrontar pagos o provisiones a realizar hasta el 30 de setiembre del mismo año incluidos en el balance a la fecha, así como los montos que se deban afectar para ejecutar el presupuesto anual del Fideicomiso hasta el 30 de setiembre, y se restarán también los montos que el Fiduciario prevea deban ser afectados para constituir la Reserva Final. También se podrá distribuir en otras fechas, a propuesta del administrador, y en ese caso los montos se calcularán tomando en cuentas las disponibilidad existentes, descontados los mismos conceptos que en el caso anterior, previendo un plazo de 6 meses de presupuesto.
- Al cierre del proyecto el ingreso total estimado por ventas corresponderá en un 75,8% a la venta de madera, un 21,2% a la venta de tierra al final del proyecto y 3,0% por concepto de ingresos por pastoreos (los flujos fueron descontados al 6,7% que sería el costo de oportunidad del capital estimado por CARE para el promedio de los últimos 5 años).

- El retorno esperado del proyecto, estimado por el operador es de 8,61 % para el inversor.
- Sometido el flujo de fondos a efectos adversos y positivos en cuanto al precio de la madera y variación del precio de la tierra, resultó que la TIR muestra un rango de entre un mínimo de 4,5% y un máximo de 10,0%, sensibilizaciones realizadas por el organizador y presentadas en el prospecto. CARE realizó sensibilizaciones adicionales que se presentan en la sección IV.

3. Información analizada y procedimientos operativos

La información analizada fue la siguiente² :

- Prospecto de Emisión
- Contrato de Fideicomiso
- Contrato con el Administrador
- Contrato de Entidad Representante
- Documento de Emisión
- Modelo Financiero
- Estados Contables del Fiduciario al 31/12/2021
- Entrevistas con personal superior de Plantesia.
- Información sectorial.
- Informe jurídico (Anexo I)
- Informe técnico forestal de la recorrida de parte de los montes (47% de la superficie). Ing. Agr. Marta Tamosiunas, agosto de 2022.
- Calificaciones y actualizaciones de los Fideicomisos Financieros Forestales calificados por CARE.

De acuerdo al Manual de Procedimientos de CARE para calificar finanzas estructuradas, el presente estudio se divide en cuatro capítulos, que se corresponden con lo que en el manual se denominan áreas de riesgo a saber:

- a) El papel o instrumento financiero, en este caso los certificados de participación.
- b) La administración; en este caso Plantesia Forest Asset Management y Winterbotham Fiduciaria SA como administrador y fiduciario respectivamente.
- c) Los activos subyacentes y flujos esperados.
- d) El entorno de mercados y políticas públicas, que pueden afectar el éxito del instrumento por incidir en la capacidad de la administradora de cumplir el mandato determinado en la constitución del fideicomiso.

Los procedimientos operativos seguidos en este caso, se encuentran detallados en el correspondiente manual. En esencia implican un modo de asociar en una única matriz de análisis, factores de riesgo cualitativos y cuantitativos, agrupados y ponderados según el punto de vista del comité de calificación, para culminar ese análisis en un puntaje que se equivale con una nota.

². CARE aún debe recibir la documentación definitiva a confeccionarse antes de la emisión.

II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

Se ofrecen en oferta pública certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero Forestal Eucalyptus del Sur, 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 Eucalyptus del Sur
Fiduciario:	Winterbotham Fiduciaria SA. Administradora de Fondos de Inversión
Administrador:	Plantesia Forest Asset Management. SAS.
Agente de Registro y Pago:	Winterbotham Fiduciaria SA. Administradora de Fondos de Inversión
Entidad Representante:	Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A.
Organizador:	Nobilis Corredor de Bolsa
Títulos a emitir:	Certificados de participación escriturales de Oferta Pública.
Activos del Fideicomiso:	El Fideicomiso invertirá en la compra de inmuebles rurales y bosques para desarrollar una explotación forestal.
Moneda:	Dólar estadounidense transferencia
Importe de la Emisión:	Hasta USD 54.500.000 (cincuenta y cuatro millones quinientos mil dólares).
Distribuciones:	Se distribuirán anualmente los montos existentes en las cuentas del Fideicomiso al 31 de marzo de cada año, luego de descontados los montos necesarios para afrontar pagos y gastos del presupuesto anual hasta el 30 de setiembre, y los montos que el Fiduciario prevea deban ser afectados para constituir la reserva final. Si se distribuyen en otra fecha diferente, a los montos existentes en las cuentas, se le descontarán los mismos conceptos, estimando las necesidades por 6 meses. Al liquidarse el Fideicomiso se distribuirán los montos remanentes.
Calificación de Riesgo:	BBB. uy

2. El análisis jurídico

El análisis jurídico se agrega en el Anexo I ("Fideicomiso Financiero Forestal Eucalyptus del Sur". Informe Jurídico). El mismo procura descartar cualquier eventualidad de conflictos derivados por ejemplo de la construcción jurídica, los contratos respectivos, el cumplimiento con normas vigentes, etc.

Se trata de un fideicomiso forestal típico con algunas particularidades. La primera es que la constitución del fideicomiso tiene un antecedente contractual ya asumido por Plantesia a través de la Opción de Compra suscripta con el actual propietario del patrimonio forestal, que deberá ser transmitido al patrimonio del fideicomiso. En segundo lugar, los inmuebles ya están completamente determinados y cuentan con plantaciones establecidas en las áreas forestables.

Al inicio del informe, en la misma introducción plantea que *"Se puede adelantar a modo de concepto general que la estructura cumple con las exigencias normativas que hacen a la constitución formal del negocio fiduciario, la validez y eficacia de las obligaciones que asumen las partes y no se aprecian riesgos insubsanables en orden a la satisfacción de los derechos que otorgan los valores a emitirse"*.

El informe recorre diferentes aspectos del contrato de fideicomiso, haciendo énfasis en el objeto, el patrimonio, la emisión de los valores, el documento de emisión, la suscripción, adjudicación e integración de los valores y los derechos que otorgan los certificados de participación. Se concluye en este punto que *"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)."*

También analiza los aspectos subjetivos (del fiduciario, del administrador y de los fideicomitentes beneficiarios) y algunos aspectos estructurales de relieve desde la perspectiva de los potenciales inversores, como ser:

- a) la opción de compra de los inmuebles y la cesión al Fideicomiso;
- b) condiciones suspensivas y resolutorias para la transferencia definitiva al patrimonio fiduciario;
- c) las obligaciones del Administrador y Fiduciario y
- d) la actuación de los titulares y del comité de vigilancia.

El informe finalmente concluye: ***"...En conclusión, el negocio fiduciario cuenta con un razonable grado de cobertura, no advirtiéndose riesgos jurídicos asociadas al proceso de emisión"***.

⁸. En relación a la crisis sanitaria provocada por el COVID 19, la Gerencia estima que dicha situación no tendrá un impacto significativo en sus estados financieros, ya que los principales negocios de la compañía son contratos de largo plazo y no han evidenciado a la fecha dificultades operativas y/o financieras.

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 medio bajo.*

III. LA ADMINISTRACIÓN

Las características de la emisión hacen necesario analizar dos empresas administradoras: Winterbotham en su condición de administradora fiduciaria del Fideicomiso Financiero y Plantesia Forest Asset Management SAS (Plantesia SAS), en calidad de Administradora, a cargo de la gestión del patrimonio a adquirir, y Fideicomitente por cuanto se compromete a suscribir el 6 % del total de la emisión.

1. Winterbotham (La Fiduciaria)

Winterbotham Fiduciaria SA Administradora de Fondos de Inversión (Winterbotham) presta servicios fiduciarios desde su establecimiento en Uruguay a fines de 1990. Es una sociedad anónima uruguaya independiente de capitales privados, cuyo único accionista es The Winterbotham Trust Company (Uruguay) S.A. (WTCSA) y forma parte de The Winterbotham Trust Company Limited.

Winterbotham está autorizada por el Banco Central del Uruguay para desarrollar actividades como fiduciario financiero desde el 16 de febrero de 2005. Cuenta con personal propio y, además, cuenta con el apoyo del personal de la empresa controlante The Winterbotham Trust Company (Uruguay) S.A.

Los últimos EE CC anuales corresponden al ejercicio cerrado el 31/12/21. De los mismos se extrae la información que se expone en los cuadros siguientes:

Cuadro 2: Estado de Situación de Winterbotham (miles \$)			
Concepto	31/12/2021	31/12/2020	31/12/2019
Activo	88.052	51.811	39.529
Activo Corriente	23.460	11.869	4.000
Activo no Corriente	64.591	39.942	35.528
Pasivo	54.614	30.747	26.020
Pasivo Corriente	4.559	4.284	2.788
Pasivo no Corriente	50.054	26.463	23.233
Patrimonio	33.438	21.064	13.508
Total Pasivo y Patrimonio	88.052	51.811	39.529
Razón Corriente	5,15	2,77	1,43

Fuente: EE.CC Winterbotham

Cuadro 3: Estado de Resultados de Winterbotham (miles \$)			
Concepto	31/12/2021	31/12/2020	31/12/2019
Ingreso de actividades ordinarias	26.757	19.057	10.017
Gastos de Administración	(11.698)	(10.241)	(8.104)
Resultado Operativo	15.059	8.815	1.913
Resultados de inversiones y financiamiento	1.669	1.422	1.027
Resultados antes de Impuestos	16.727	10.237	2.940
Impuesto a la Renta	(4.353)	(2.681)	(772)
Resultado del Periodo	12.374	7.556	2.168

Fuente: EE.CC Wintherbotham

Su activo principal (no corriente) lo constituyen sus depósitos en garantías en el BCU de acuerdo a la normativa vigente, por los fideicomisos que administra; si bien no generan intereses, en buena medida se encuentran depositados en UI.

La firma administra o ha administrado varios fideicomisos financieros (de oferta pública o privados) así como otros de garantía.

En definitiva, no se advierten riesgos en la administración de esta operación por parte de la fiduciaria.

2. El Administrador: Plantesia SAS.

En el análisis de la empresa administradora se tuvo en cuenta la información surgida de distintas fuentes: en particular, Prospecto Informativo y entrevistas con los principales de la firma.

Plantesia S.A.S es una sociedad por acciones simplificada de reciente creación (esta figura jurídica es creada según Ley No. 19.820 de setiembre de 2019) por lo que no tiene antecedentes que permitan evaluar su capacidad para desarrollar el proyecto propuesto. En consecuencia, dicha capacidad se evalúa a través de los antecedentes de sus integrantes.

Estructura societaria

Las acciones de la empresa están representadas en títulos físicos nominativos emitidos en un 100%, en este caso, a nombre de Lucía Basso quién, además, se desempeña como Gerente General y Gerente de Operaciones.

Una breve síntesis de los antecedentes de los técnicos que integran Plantesia como personal superior y que serán los encargados de gestionar el proyecto se resume a continuación. Por una mayor información se puede consultar el Prospecto Informativo.

- **Lucía Basso (Gerente General y Gerente de Operaciones)** es Ingeniero Agrónomo, con orientación Forestal, egresada de la Universidad de la República (UDELAR). Cuenta con más de 30 años de experiencia como Gerente de activos forestales, con objetivos de producción de madera para celulosa y calidad. (Eucalyptus, Pinus y Teka - Brasil). Tuvo bajo su responsabilidad patrimonios del orden de las 140.000 ha, con una inversión total de USD 500 millones, para diferentes fondos y corporaciones a lo largo de ese periodo tal cual se describe en el prospecto.
- **Nicolás Cursano (Responsable de Operaciones-Silvicultura & Cosecha)** es Ingeniero Agrónomo, egresado de la UDELAR, orientación forestal. Ha desarrollado desde el 2006 la ejecución de tareas silvícolas y de cosecha de bosques con destino pulpable y madera de calidad en la región este del país. Desde el 2014 se desempeñó como gerente de silvicultura y administración rural liderando las actividades inherentes a la silvicultura de los predios administrados en un total de 82.000 has sobre un patrimonio valuado en USD 300 millones. Responsable de la planificación, ejecución y control de un presupuesto anual de USD 8 millones referidos principalmente a operaciones silvícolas, pastoreos y mantenimiento predial.

- **Ramiro Senattore (Responsable Técnico-Planeamiento & SIIF)** es graduado como Técnico Forestal de la Facultad de Ciencias Agrarias (FCA - UDE), especializado en SIG, Administración forestal e Incendios Forestales. Cuenta con más de 12 años de experiencia en el sector. Entre el año 2009 y hasta 2018, se desempeñó como jefe de planeamiento en la administración de 82.000 has de activos forestales, con destino celulósico y madera de calidad, en la región noreste y sureste del país, valuados en USD 300 millones, con presupuestos anuales de USD 8 millones, referidos principalmente a operaciones silvícolas, pastoreos y mantenimiento predial. Posteriormente, y hasta la fecha, se desempeña como jefe de planeamiento y sistema de información e inventario forestal, de 40.000 has de activos forestales, que tienen como principal objetivo productivo, la madera para celulosa y energía en el sector este y sureste del país, patrimonio valuado en USD 140 millones, manejando de forma conjunta, presupuestos anuales de USD 5 millones. Asesora y gestiona también, entre 4.000 y 6.000 hectáreas por año, de productores privados.
- **Luis Sancho (Asesor externo-Certificación y Gestión)** Director ejecutivo Consultora Forum XXI, Ing. Agrónomo Forestal, egresado de la UDELAR. Consultor con más de 30 años de experiencia para el sector privado y público. Experto en sistemas de implementación de gestión para certificación FSC para el MFS de bosques. Consultor – asesor para Fondos de Inversión forestal radicados en Uruguay. Profesor adjunto de la Facultad de Agronomía.

Esta estructura se complementa con contratistas tercerizados para tareas operativas según especificidad y oportunidad de las mismas.

También cuenta con asesoramiento legal externo permanente a través del Estudio Amorín, mismo estudio que brindó asesoramiento en el proceso de estructuración del presente Fideicomiso, así como en contabilidad y finanzas, a través de CONFICON, firma fundada en 2008 por profesionales formados en las áreas mencionadas.

En cuanto a su solvencia económica y financiera, como se ha indicado líneas arriba, Plantesia SAS se ha creado recientemente con el objetivo de administrar el patrimonio de este Fideicomiso; por lo tanto no registra aún actividad operativa que permita evaluar tal condición.

De lo expuesto, surge claramente la fortaleza del equipo profesional que estará a cargo de gestionar el patrimonio forestal que se plantea adquirir con esta emisión y nada hace suponer que, en este aspecto, haya un riesgo más allá de las circunstancias naturales de este tipo de actividades.

Por otra parte, es de destacar el compromiso asumido por el Administrador al asegurar la suscripción en firme del 6 % del importe de la emisión.

3. El Fideicomiso

Tal como se describe en otra sección de este informe, el objeto del fideicomiso a constituirse según contrato, será la adquisición de ciertos activos forestales incluyendo los Inmuebles (obteniendo para ello financiamiento inicial mediante la emisión de los valores) para la explotación silvicultural de los mismos de acuerdo con el Plan de Negocios.

Dicho plan prevé la posibilidad de tomar en arrendamiento inmuebles rurales con la misma finalidad.

Los inmuebles a ser adquiridos ya están identificados y evaluados, incluso, se ha firmado un Contrato de Opción de Compra por el mismo con fecha 10 de agosto de 2022 fijándose un plazo de 6 meses para ejercerla. El precio pactado por el inmueble y las plantaciones es de USD 55 millones ajustado en menos y en más por la madera vendida y cobrada por el vendedor o incorporada al patrimonio por el crecimiento natural de los bosques durante el tiempo que demande la concreción del negocio. Esto arrojará un valor final del orden de los USD 54 millones.

En función de lo anterior se determinó que la emisión de valores (CP) debería ser de USD 54.5 millones, suficientes para la adquisición del patrimonio indicado así como generar un excedente, necesario como capital de trabajo.

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.

Como fortaleza adicional, que la diferencia de otras operaciones análogas en el sector forestal se destaca que no hay en este caso un tiempo de espera o periodo de inversión por cuanto el patrimonio ya está identificado, por tanto, la inversión es inmediata a la emisión de la totalidad de los valores lo que permitirá generar actividad productiva desde el inicio. En tal sentido, se plantea una integración inicial inmediata del 20 % de los CP's suscriptos y el saldo cuando corresponda abonar la totalidad del patrimonio adquirido. El Administrador suscribirá un 6% el total de la emisión.

El plazo se establece, en principio, por 25 años, pudiendo extenderse por hasta 5 años más o extinguirse anticipadamente según condiciones descriptas en el prospecto.

Como es usual, se crean dos ámbitos orgánicos de representación de los Titulares en distintos roles de participación y contralor: la Asamblea de Titulares y el Comité de Vigilancia. En particular se destaca el rol de este último en las instancias iniciales si por algún motivo no llega a ejercerse la opción de compra del inmueble identificado en tiempo y forma. En este caso, podrá asesorar a la Asamblea de Titulares sobre el camino a seguir: desde extender el plazo para la compra del mismo inmueble; desistir y comprar otro o desistir y devolver la emisión recibida.

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 casi nulo.*

Riesgo administración, considerando la idoneidad para cumplir con la función, evaluando la experiencia de los integrantes de Plantesia en virtud que todos los análisis practicados (incluyendo el hecho que se invierte en un patrimonio conocido y previamente evaluado), 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 muy 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 bajo.*

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

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

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

1. Bienes fideicomitidos y aspectos descriptivos del proyecto

Según el contrato de Fideicomiso Financiero y el resumen recogido en el prospecto de emisión, con los fondos obtenidos se invertirá en la adquisición de inmuebles rurales para la explotación silvicultural de los mismos, de acuerdo con el Plan de Negocios, el Contrato de Fideicomiso y el Contrato de Administración. El administrador dispone de una opción de compra por los establecimientos, los cuales cuentan con plantaciones de *Eucalyptus globulus* y *Eucalyptus dunni* con destino celulósico. Se espera realizar la comercialización de la madera con venta de madera en pie a través de contratos y también con ventas spot.

El proyecto considera la compra de un patrimonio que contiene unas 11.300 ha en el Sur-Este del país (departamentos de Canelones, Lavalleja y Maldonado), de las cuáles unas 7.300 ha están plantadas. El valor del activo es de USD 55³ millones (se le descuenta USD 2,265 millones por madera ya comprometida y vendida), lo que implica una inversión de aproximadamente USD 52,77 millones. De esta manera, se prevé que el monto de emisión del Fideicomiso sea de USD 54,5 millones previendo los costos notariales, costos de emisión, remuneración del Administrador, gastos del Fideicomiso, y algún gasto o inversión adicional que pueda surgir⁴.

2. Proyección del Flujo de Fondos

Los supuestos utilizados en las proyecciones descritas en el prospecto, fueron los siguientes:

- El patrimonio forestal a ser adquirido recoge las características establecidas en el prospecto, las cuales deberán confirmarse una vez concretado el negocio
- El monto asignado a la inversión inicial.
 - o Se estableció un precio de 3.630 USD/ha para la tierra y 1.608 USD/há para los bosques. El estructurador solicitó una tasación independiente y el valor obtenido es consistente con los montos manejados.
- Las proyecciones de productividad de los bosques son las siguientes:
 - o IMA del *E. globulus* 11,7 m³/ha/año
 - o IMA del *E. smithii* 23 m³/ha/año
 - o IMA del *E. dunni* 24 m³/ha/año
- Se consideran la totalidad de los costos operativos: reforestación, manejo de rebrotes, mantenimiento de montes, administración, certificaciones, combate de incendios, etc.. Los costos se ajustan por la inflación en dólares de Uruguay.
- Los precios de venta considerados fueron:
 - o Se asumió como precio de venta de la madera de *E. globulus* USD 39,6/m³, basado en el precio de exportación puesto en planta de USD 70/m³, descontando costos de cosecha, carga, transporte y caminería.

³. Incluye tierra, bosques y los equipos y maquinaria de incendio, instalaciones ganaderas y casa con todos sus enseres.

⁴. La opción de compra establece que a partir de agosto de 2022 el precio se incrementará en 150 mil dólares por mes como consecuencia del crecimiento de los bosques.

- o El precio de E. smithii se iguala el precio de E. globulus.
- o El precio de la madera de E. dunnii es de USD 33,7/m3 sea un 85% del valor de E. globulus.
- o Los precios de la madera se ajustan 3,5% anual
- Se consideró un precio de arrendamiento medio de mercado de USD 25/ha.
- Se asume que el valor de la tierra tiene una apreciación de un 3,50% nominal anual.
- Teniendo en cuenta la existencia de ofertas concretas, en el modelo se previeron dos ventas de dos lotes de tierra que no tienen destino productivo, pero si turístico en el departamento de Maldonado.

Si bien para CARE los supuestos presentados parecen razonables y están adecuadamente justificados en el prospecto, los precios de venta iniciales y la evolución esperada de los precios futuros puede resultar algo optimistas, en la comparación con otros proyectos que son calificados por CARE y en base a la información internacional relevada.

En el siguiente cuadro se presenta el Flujo de Fondos del proyecto para el inversor, sobre las bases de los supuestos presentados por el organizador y que se presentan en el prospecto de emisión. Las proyecciones se presentan por un período igual a la duración del negocio, o sea 25 años. En este caso la tasa interna de retorno esperada para el inversor es de 8,61%.

CUADRO 4. Flujo de Fondos (Miles de USD)

Año	Ap. inicial	Retiros	Flujo fondos	TIR
0	-54.500		-54.500	8,61%
1		3.051	3.051	
2		4.622	4.622	
3		3.005	3.005	
4		1.724	1.724	
5		2.438	2.438	
6		1.199	1.199	
7		3.512	3.512	
8		1.403	1.403	
9		2.704	2.704	
10		2.964	2.964	
11		5.248	5.248	
12		5.012	5.012	
13		5.349	5.349	
14		2.967	2.967	
15		7.776	7.776	
16		7.222	7.222	
17		7.082	7.082	
18		7.671	7.671	
19		2.472	2.472	
20		6.331	6.331	
21		6.303	6.303	
22		6.903	6.903	
23		7.122	7.122	
24		16.248	16.248	
25	54.500	63.061	117.561	

Fuente: el estructurador

3. Evaluación de la rentabilidad de la inversión, Tasa Interna de Retorno, riesgos asociados y sensibilizaciones

a) Análisis de sensibilidad

El prospecto presenta un análisis de sensibilidad variando en más y en menos la evolución esperada en de los precios de la tierra y de la madera. Los resultados se presentan en el cuadro siguiente.

Cuadro 5. Sensibilidad de la TIR a diferentes tasas de evolución del precio de los productos y la tierra

		Porcentaje de aumento del precio de la madera				
		0,0%	1,5%	3,5%	4,0%	4,5%
Porcentaje de aumento	0,0%	4,49%	5,86%	7,76%	8,22%	8,67%
de los precios de venta	1,5%	5,13%	6,34%	8,08%	8,49%	8,91%
de la tierra	3,5%	6,13%	7,15%	8,61%	8,98%	9,36%
	4,5%	6,70%	7,63%	8,94%	9,29%	9,65%
	5,5%	7,32%	8,14%	9,32%	9,65%	9,99%

Fuente: El Prospecto

La TIR del inversor en el escenario base según los criterios del organizador sería de 8,61%. Para CARE el escenario más probable, sería con un aumento de precios para la madera menor al 3,5% anual, por lo que se cabría esperar una TIR, levemente menor, entorno al 7,15%.

Como era de esperarse la TIR tiene poca sensibilidad ante variaciones en el precio de la tierra y mayor sensibilidad a las variaciones en el precio de la madera. Los valores varían entre 4,50% y 10,0%, siendo el menor el que correspondería a una situación en la cual los precios se mantuvieran nominalmente sin aumentos durante 25 años, tanto para la tierra como para la madera, una situación altamente improbable.

El VAN del proyecto según el prospecto, antes de impuestos es de USD 20,31 millones descontado a tasa del 7,0%, consistente con el costo de oportunidad calculado por CARE más adelante.

b) Replanteo del Flujo de Fondos y sensibilizaciones

En el flujo de fondos presentado en el modelo de negocios, los supuestos fundamentales para la obtención de la TIR son en general compartidos (precio de la madera, tasas de crecimiento de los bosques y evolución de los precios de la tierra y de la madera). No obstante lo anterior, podría suponerse una situación un poco más desfavorable para los precios de la madera y para la evolución de su incremento anual esperado, ya que los mismos resultan levemente optimistas. Como ya fuera comentado, esta variable es la de mayor importancia en la generación de la rentabilidad final por su incidencia en la facturación global (75,8%).

Menores precios de la madera y la tierra

En relación a los precios de la madera, las proyecciones para la próxima década de casi todos los especialistas coinciden en que la evolución de los precios para la próxima década sería algo menor que el promedio utilizado por el estructurador en el modelo, que lo situó en 3,5% en general (véase

Sección V). Por otra parte, los precios de inicio en general están levemente por encima de los que están logrando otros emprendimientos, aunque esto podría justificarse por una mejor ubicación (distancia a centros de consumo) y mejores inversiones en caminos internos.

En relación al precio de la tierra, el 3,5% utilizado, parecería en principio muy probable de obtener habida cuenta del comportamiento de los valores de los últimos años, de la elevada inflación internacional y de las expectativas de precio de las commodities para el corto y mediano plazo. Para CARE un valor razonable de incremento anual del precio de la tierra debería contemplar a la inflación americana de largo plazo (1,5 a 2%)⁵ más el incremento en la productividad de la tierra (aproximadamente un 2%), por tal motivo el incremento de largo plazo en el precio de la tierra podría ubicarse entre un 3,5 y 4%.

Por estas consideraciones, CARE realizó un análisis de sensibilidad suponiendo menores precios de inicio y menores tasas de crecimiento de los precios para la madera.

Cuadro 6. Sensibilidad de la TIR a menores precios de inicio y menores aumentos de la madera

		% de aumento del precio de la madera			
		Base 3,5%	2,5%	2,0%	1,0%
Precios de inicio	Base	8,61%	7,90%	7,52%	6,79%
la madera	5% menores	8,36%	7,63%	7,26%	6,56%
utilizados	10% menores	8,10%	7,36%	6,99%	6,31%
	20% menores	7,51%	6,79%	6,45%	5,82%

Fuente: CARE en base al modelo financiero

Como puede observarse, el proyecto muestra tasas positivas y razonables aún partiendo de precios iniciales para la madera de un 20% menores a los considerados por el estructurador y proyectando aumentos anuales de los precios del 1%, lo que significaría una caída de los valores en términos reales.

Para CARE, un escenario más probable sería considerando un 10% menos de precio de la madera para el inicio y el mantenimiento de los mismos en moneda constante o sea evolucionando de acuerdo a la inflación considerada de EEUU de largo plazo (2%). En ese caso la tasa interna de retorno esperada se ubicaría en el 6,99%.

Análisis de riesgo, escenario muy adverso.

Como ya fuera comentado en el punto anterior en detalle, la TIR del proyecto logra sortear con éxito variaciones significativas de las principales variables que tienen incidencia en el resultado económico del proyecto.

CARE a los efectos de estresar aún más el modelo, estimó la TIR para el caso de que se conjugara una reducción de un 20% en el precio de la madera durante los 25 años, sin aumentos nominales durante el período y un mantenimiento en términos nominales también del precio de la tierra al momento de la venta final, lográndose en ese caso una TIR de un 3,23%. Importa destacar que la probabilidad de ocurrencia de ese escenario sería extremadamente baja, ya que nada indica que las variables como el precio de la tierra o el valor de la madera vayan a tener ese comportamiento.

⁵. Puntualmente, la inflación americana se ha apartado de su tendencia de largo plazo, no obstante se estima que en el corto y mediano plazo podría volver sobre sus niveles históricos.

4. Costo de oportunidad del capital.

Con el objetivo de testear algunos supuestos introducidos en las proyecciones del plan de negocios presentado⁶, CARE profundizó el análisis del costo de oportunidad del capital para descontar los flujos de fondos. Para ello se calculó el costo promedio ponderado del capital (WACC⁷) del presente proyecto.

El punto fundamental para el cálculo del WACC, cuando no existe endeudamiento, es la estimación de la retribución de los fondos propios. Para esto se utilizó el modelo de valoración CAPM (Capital Asset Pricing Model) y, siguiendo a Damodaran⁸ se adicionó a éste una prima que contempla el riesgo específico del mercado en el que se ejecuta el proyecto. En consecuencia para el cálculo del costo de los fondos propios se aplica la siguiente fórmula:

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

Donde:

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

β_{im} : Riesgo sistemático propio respecto del riesgo de mercado⁹.

r_f : tasa libre de riesgo (Bonos del Tesoro de EEUU a 10 años)

$E(R_m) - R_f$: 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 variable¹⁰ y la tasa libre de riesgo)

Er_p : 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 2,05%, y en la actualidad se encuentra en aproximadamente 3,33%¹¹.

Por su parte para medir el riesgo del país se consideran los rendimientos de los bonos soberanos uruguayos medidos a través del índice UBI de República AFAP. En este caso deben evitarse también los valores "anómalos" del período de la crisis de 2002. Si bien es una realidad que la economía uruguaya atraviesa en determinados períodos crisis de esa magnitud, no se considera muy probable que ello pueda ocurrir en el futuro mediano plazo.

El parámetro "beta unlevered" de Damodaram, para enero de 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 mayor 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 plazo¹². En este sentido, para el caso del rendimiento de los bonos americanos se consideró 1,94% y para el riesgo país (índice UBI), se consideraron 144 puntos básicos¹³.

⁶ El prospecto de emisión supone una tasa de descuento del 7%.

⁷ Weighted Average Cost of Capital

⁸ A. Damodaran, "Estimating Equity Risk Premiums" Stern School of Business.

⁹ Se consideraron los betas promedio de empresas de producción papel y productos forestales en mercados emergentes según A. Damodaram

¹⁰ Equity Risk Premium del S&P 500. El promedio de los últimos 5 años fue de 5,04%

¹¹ Los rendimientos de estos bonos han venido creciendo en los últimos meses y se espera que continúen con esa tendencia ya que el instrumento se utiliza para bajar la inflación. Durante la peor parte de la crisis sanitaria estuvieron muy bajas, por debajo del 1%.

¹² En el momento actual, las tasas de interés internacionales están muy afectadas por la coyuntura internacional: elevada inflación y el conflicto entre Rusia y Ucrania.

¹³ En julio de 2022 la tasa de interés de los Treasury Bonds a 10 años era de 2,93%, mientras que el índice UBI se ubica en 137 puntos.

Aplicando estos valores se llega a una tasa de retorno esperada para el capital propio del 6,70%. Este valor es inferior a la TIR esperada del inversor (8,63%) y también inferior a la TIR que CARE considera como más probable (6,99%), 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.

Utilizando los valores actuales (julio 2022), la tasa de retorno esperada para el capital propio sería de 7,25%, ese incremento se explica por una mayor tasa de interés de los bonos americanos y un aumento del rendimiento de los títulos de renta variable.

Esto indica que según estas metodologías, la tasa de descuento del proyecto es adecuada y reforzaría los cálculos del retorno del negocio para el inversor.

5. Riesgo de manejo productivo forestal.

El riesgo de manejo forestal, refiere a las decisiones sobre el manejo del monte (plantación de especies en sitios adecuados; manejo en la producción de plantas y establecimiento; perfeccionamiento del árbol aplicando programas de mejoramiento genético; desarrollo y llevado a cabo de espaciamientos y regímenes silviculturales; protegiendo el cultivo silvícola y la tierra de alteraciones como fuego, problemas sanitarios, animales, malezas, entre otros).

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

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

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

V. EL ENTORNO

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

Por políticas públicas se entiende no solo las domésticas sino las de los países con los que existe comercio. 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 efectos sobre el plan de negocios que se plantea en esta oportunidad ya que el activo forestal cuenta con todos los permisos. No obstante, hubiera sido un cambio en la política sectorial, con probables efectos sobre la actividad.

En lo que refiere al mercado internacional de los productos forestales, al menos hasta el momento, el cúmulo de barreras esta 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

Previo al análisis del entorno, cabe destacar los principales aspectos favorables sobre el negocio forestal, que han sustentado su actual dinamismo y desarrollo.

- Los productos forestales aumentan de valor por la demanda mundial debido a cambios demográficos (aumento del 40% en la población al 2050), la migración a las ciudades y al crecimiento económico, particularmente en las economías en desarrollo. Actualmente hay una demanda muy activa y creciente, mientras que la oferta por restricciones biológicas y ambientales no puede responder con la misma velocidad.
- Las regulaciones ambientales cada vez más estrictas, excluirán áreas forestadas, en particular, los bosques nativos. El crecimiento de la demanda de madera rolliza (incluidos los productos de madera, pulpa y papel y energía industrial) deberá ser necesariamente abastecido por plantaciones forestales.

- Importancia creciente de América del Sur, particularmente Brasil, Chile y Uruguay en los mercados de celulosa, lo que ha permitido que la región incremente su participación en la producción y en el comercio mundial.
- En Uruguay, es un sector de importante crecimiento en la plantación e industrialización y puede beneficiarse en forma sostenible del desfasaje de oferta y demanda de productos forestales. Existe un millón de hectáreas forestadas en el país, siendo los fondos institucionales extranjeros y nacionales, los principales inversores en este tipo de emprendimientos.
- El país tiene ventajas naturales para la producción forestal mostrando tasas de crecimiento biológico que cuaduplican el crecimiento del hemisferio norte. Asimismo, existe conocimiento, mano de obra especializada y un precio de la tierra significativamente inferior al de otros países de tradición forestal.
- Existe seguridad comercial secundada por el fácil acceso a los principales mercados y variadas opciones de comercialización.
- Incremento en los últimos años de las inversiones en madera por parte de inversores institucionales y fondos. El retorno económico de las inversiones en forestación viene dado por el crecimiento biológico del árbol y por la apreciación en el valor de la tierra. Por su propia naturaleza el crecimiento biológico genera valor, el cual se acumula gradualmente en el árbol.
- Un marco impositivo favorable para las explotaciones forestales y, en particular, para la producción de madera sólida de calidad.
- Posibilidades de mejora en la infraestructura y logística en el mediano plazo que aumentarían los márgenes.

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 75,8% 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, que será el destino de la producción de este fideicomiso.

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. A nivel mundial la demanda de la celulosa y sus precios está directamente asociadas con el consumo de papel y este con la actividad económica mundial. Los principales usos del papel son la comunicación, embalajes e higiene (papel tissue).

El desarrollo de medios electrónicos ha disminuido claramente el consumo de papeles de escritura e impresión en general, aunque por otra parte se ha incrementado el uso de fibras para la producción de papeles higiénicos, sanitarios (papeles tissue) telas ecológicas, etc., que contrarrestan lo señalado anteriormente. Paralelamente, de acuerdo con el gran crecimiento económico de China, se ha incrementado en ese país el consumo de esos productos, lo que hacen que la demanda se mantenga firme.

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 una oportunidad y 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. Los ingresos por ventas de bonos de carbono no se consideraron en los flujos financieros.

No obstante, esa tendencia de largo plazo puede verse afectada por coyunturas desfavorables que en el corto plazo 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.

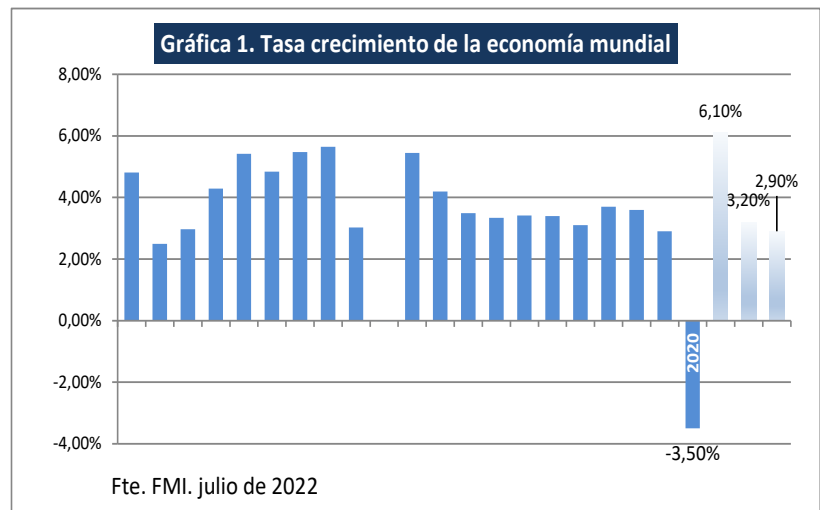
En lo que tiene que ver con madera con destino final a pulpa de celulosa, la reducción en el consumo de distintos tipos de papel (impresión, packaging, papel de oficina), no fue compensada inicialmente por el aumento en el consumo del papel tissue, asimismo algunas industrias tuvieron que parar como 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 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 se mantendría relativamente elevados en 2022.

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 revisión de la información clave del sector confirmando que no deberían existir en el futuro mayores desvíos respecto de la trayectoria esperada de largo plazo.

El Fondo Monetario Internacional (FMI), en sus previsiones 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 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.

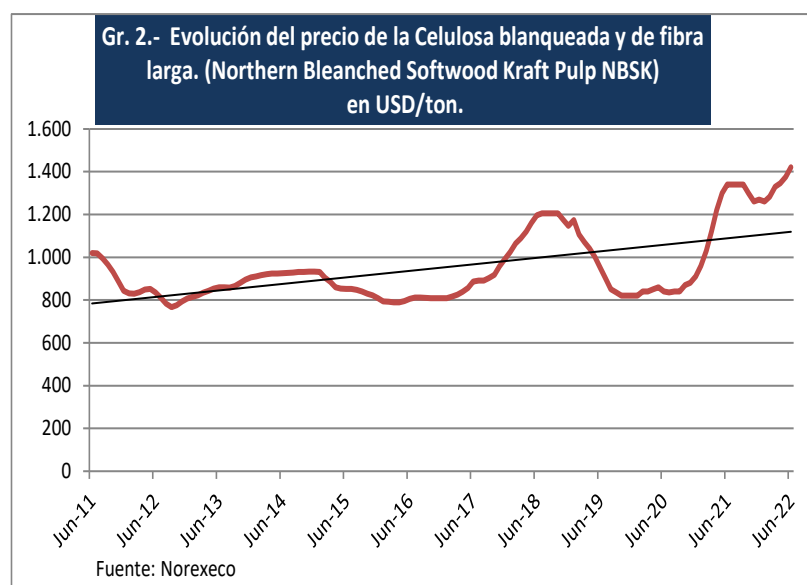


El FMI establece en su último informe que a partir del segundo trimestre de este año el producto mundial se contrajo, debido a la desaceleración de China y Rusia, mientras que el gasto de los hogares en Estados Unidos no alcanzó las expectativas. Varios shocks han sacudido una economía mundial ya debilitada 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

mercado 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 NBSK¹⁴ (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 (1.420 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/tt¹⁵.

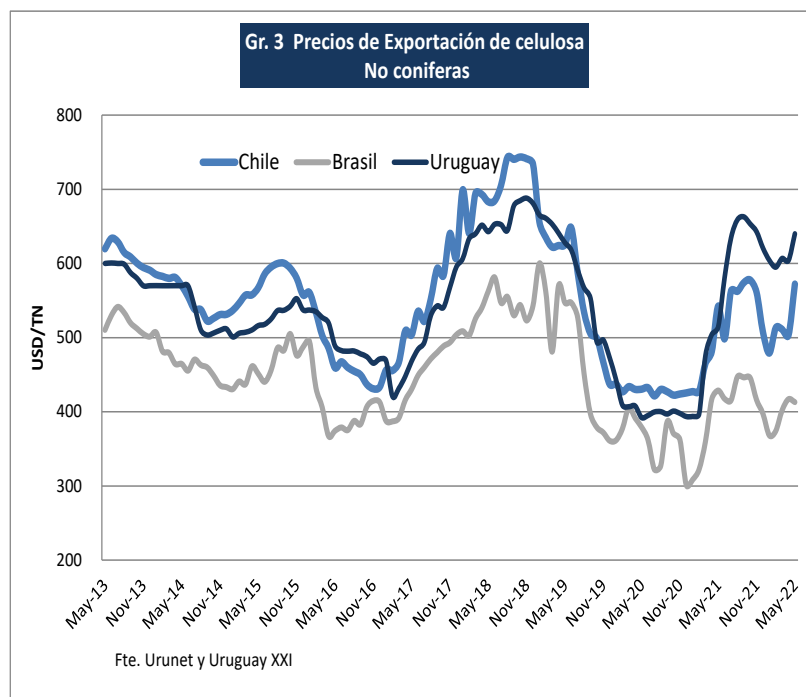


Desde una perspectiva de mediano plazo, el precio en términos corrientes se encuentra por encima de los niveles observados durante 2018. Si se toma una serie de datos más larga y se deflactan los precios en dólares por el IPC de Estados Unidos (de forma de aproximar el poder de compra), los valores actuales 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 primeros 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-mayo de 2022 se incrementó 33% para Uruguay, 10% para Chile y 7% para Brasil, con respecto al mismo período del año anterior.

¹⁴. Northern Bleached Softwood Kraft. Pulpa de celulosa blanqueada de fibra larga

¹⁵. 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.

Existen si, proyecciones del Banco Mundial¹⁶ para los precios de la madera en bruto para aserrío o aserrada, que si bien refieren a bienes que no son producidos en este fideicomiso, pueden ser una referencia a tener en cuenta para el caso de la madera para celulosa. Las proyecciones del Banco Mundial 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 1,05%. 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).

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.

¹⁶ World Bank Commodities Price Forecast. Octubre de 2021.

Cuadro 7. 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 de madera contrachapados	58	64	76	55	67	105	59
Chips (eucalipto y pino)	82	64	95	102	21	74	56
Madera Aserrada coníferas y 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, 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

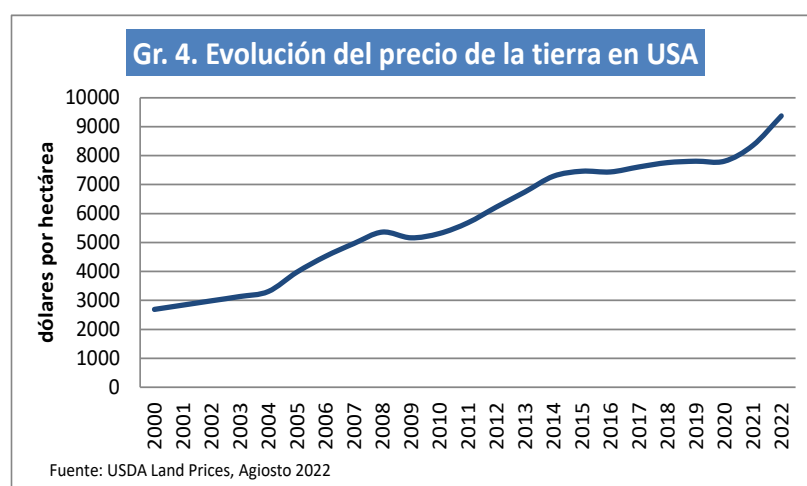
El precio de la tierra, el segundo en nivel de importancia, mostró una muy fuerte apreciación dólares a partir de 2004 y hasta 2014, para caer a partir de 2015 y mostrar en los últimos años una cierta estabilidad con las variaciones propias de un escaso número de operaciones; según reporta la Dirección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

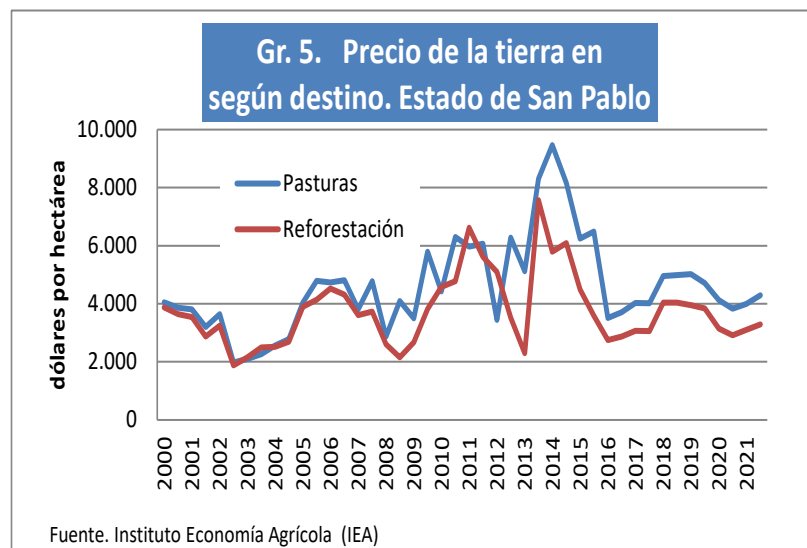
En lo que respecta al precio de la tierra en Estados Unidos, en lo que va del siglo XXI se observa una continua fase ascendente, con alguna excepción (2009 y 2015) en donde se verificaron mínimas reducciones, pero que no modifican la tendencia. El precio en Estados Unidos cayó únicamente en los primeros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

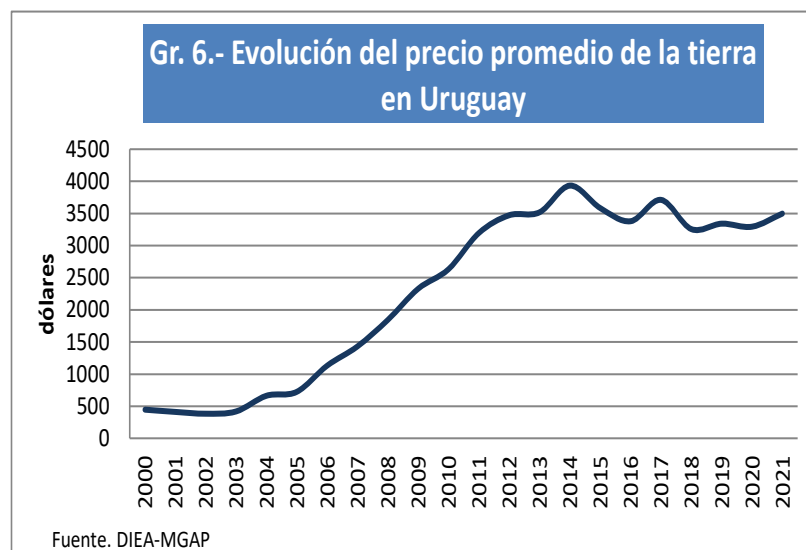
En el caso de Uruguay, la información reportada por DIEA-MGAP para el promedio de las transacciones de tierras da cuenta de una muy fuerte valorización a partir de 2004 y hasta el 2014 cuando se verifica el valor máximo. A partir de 2015 comienza un cierto ajuste a la baja pero con un comportamiento 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%¹⁷.

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

¹⁷. "Precio de la Tierra" Compraventas año 2021, publicado el 29 de marzo de 2022.

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 mercado¹⁸, 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 comprobada¹⁹ 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 significativo de ingreso final del fideicomiso (21,2%) por lo que lo que finalmente ocurra con su comportamiento tendrá una contribución con el retorno final de la inversión.

¹⁸. SERAGRO, Agroclaro, Consur y operadores privados

¹⁹. B. Lanfranco y G. Sapriza (Serie Técnica N° 187 de INIA, "El índice CONEAT como medida de productividad y valor de la tierra" 2011)

El modelo financiero supuso una valorización acumulativa anual de un 3,5% nominal durante los 25 años, por lo que resulta importante conocer que ha sucedido en el pasado como forma de tener una cierta aproximación con lo que pueda ocurrir en el futuro.

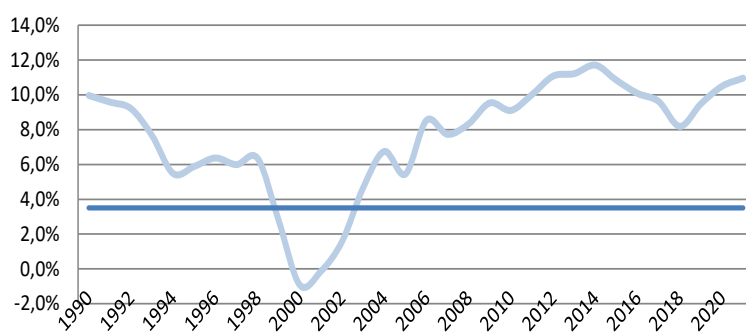
Para ello CARE analizó con la información de los precios de la tierra (en dólares corrientes) de una serie de 52 años (1970 a 2021) la variación anual en períodos de 20, en donde se observa lo siguiente:

- En promedio, la evolución anual del precio de la tierra en períodos móviles de 20 años fue de 7,6% (nominal).
- La tasa anual de crecimiento fue menor al 3,5% para el caso de los campos que se vendieran entre 1999 y 2002, o sea que se hubieran comprado entre 1979 y 1982.
- Para el resto del período, el crecimiento anual del precio de la tierra supera el 3,5%.

Si el mismo análisis se realiza para períodos de 30 años la tasa de crecimiento anual es de 7,3%, y el mínimo crecimiento anual es de 5% y por lo tanto en ningún período estaría por debajo del valor considerado.

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 se mantiene en valores muy por encima del 3,5% (en el entorno del 11% de crecimiento anual).

Gr. 7.- Tasa de crecimiento anual del precio promedio de la tierra en períodos de 20 años



Fuente: Elaborado en base a datos de DIEA - MGAP

²⁰. Se estima en aproximadamente un 2%. En la actualidad está muy por encima de esos valores pero razonablemente debería volver a sus valores históricos.

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 Unidos²⁰, más un pequeño componente por incremento de la productividad de la tierra, de esta forma se deberían ubicar entre el 3,5 y el 4% anual. Esto no implica que existan períodos de mayores tasas anuales de crecimiento, como pudiera ser en los próximos años. La elevada inflación internacional, los altos precios agrícolas 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, no tienen impacto alguno para este fideicomiso ya que no se incorporarán nuevas áreas forestales, aunque si seguramente para la actividad.

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)²¹ de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrian Tamber

²¹ **BBB.uy.** Se trata de instrumentos que presentan un riesgo medio bajo para la inversión, ya que evidencian un desempeño aceptable y suficiente capacidad de pago en los términos pactados. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, y las características del entorno, dan en conjunto moderada satisfacción a los análisis practicados, sin perjuicio de alguna debilidad en cualquiera de las cuatro áreas de riesgo. Podría incrementarse el riesgo del instrumento ante eventuales cambios previsibles en los activos o sus flujos, en los sectores económicos involucrados, o en la economía en su conjunto. La probabilidad de cambios desfavorables previsibles en el entorno es de baja a media baja, y compatible con la capacidad de la administradora de manejarlos aunque incrementando el riesgo algo más que en las categorías anteriores. **Grado de inversión mínimo.**

ANEXO I

INFORME DE CONTINGENCIAS JURIDICAS

“FIDEICOMISO FINANCIERO EUCALYPTUS DEL SUR”

Informe Jurídico

I – Introducción

El negocio fiduciario bajo análisis tiene por objeto la emisión mediante oferta pública de Certificados de Participación para dotar de financiamiento al proyecto forestal elaborado por la empresa Plantesia Forest Asset Management SAS¹, quien funge de administrador y fideicomitente del Fideicomiso Financiero a constituirse. El emprendimiento se apoya en la solidez ya consolidada de la actividad forestal en nuestro país desde el estatuto normativo creado a partir de Ley 15.939 de 28 de diciembre de 1987. Con la sanción de la ley de fideicomiso 17.703 en el año 2003 y en forma consistente desde inicios de la década pasada, el sector ha encontrado en el fideicomiso financiero un mecanismo solvente y seguro de financiamiento en el mercado de valores.

El caso que nos convoca, se trata de un fideicomiso forestal típico con algunas particularidades que vale apuntar desde ya. La primera es que la constitución del fideicomiso tiene un antecedente contractual ya asumido por Plantesia a través de la *Opción de Compra* suscripta con el actual propietario del patrimonio forestal (tierra y plantaciones), que deberá ser transmitido al patrimonio de afectación autónomo e independiente del fideicomiso². En efecto y sin perjuicio de su explicación particular más adelante, Plantesia tiene reservada en exclusividad la compra de los predios y las plantaciones que le acceden y el ejercicio de la opción en las condiciones pactadas, es requisito *sine qua non* para el nacimiento de la propiedad fiduciaria. En segundo lugar, añadidura lógica de la anterior, los inmuebles ya están completamente determinados y cuentan con plantaciones establecidas en la mayor parte del territorio involucrado³.

Así las cosas, el objetivo y obligación central que asume Plantesia como Administrador del emprendimiento forestal, será maximizar la rentabilidad a mediano y largo plazo a través del manejo de los bosques en atención a las ventajas comparativas consideradas en el proceso de selección ya cristalizado. El patrimonio fiduciario y por tanto fuente única de recursos y respaldo del derecho de los inversores, quedará compuesto sustancialmente por los inmuebles y la explotación de los bosques existentes y en su caso las reforestaciones que se lleven adelante.

El Fideicomiso emitirá Certificados de Participación Escriturales por un monto total de U\$D 54.500.000 otorgando a sus Titulares Beneficiarios un derecho de participación en el dominio fiduciario que se traduce en un derecho a recuperar la inversión y obtener un rendimiento contingente subordinado a la valorización de la propiedad inmobiliaria y el éxito de la explotación silvícola establecida en el Plan de Negocios. Con los recursos provenientes de la emisión, el Fideicomiso adquirirá los inmuebles ejerciendo la comentada opción de compra cedida al Fiduciario, pagando el precio pactado y otorgando todos los contratos estructurados al efecto.

Son partes constituyentes del Fideicomiso Financiero: **Winterbotham Fiduciaria SA**, Administradora de Fondos de Inversión, quien será el Fiduciario, Registrante y Agente de Pago (en adelante el Fiduciario); **Plantesia** en su doble rol de Administrador y Fideicomitente, así como los **futuros suscriptores de los Valores** (Fideicomitentes y Beneficiarios), **representados por BEVSA** (Entidad Representante).

El presente informe está elaborado principalmente en base al estudio de los siguientes documentos (versiones en borrador): Prospecto Informativo, Contrato de Fideicomiso Financiero, Contrato de Administración, Documento de Emisión, Contrato de Entidad Representante y el Contrato de Opción de Compra (y sus Anexos) firmado el 10 de agosto de 2022 entre Plantesia y Los Eucaliptos SA.

¹ En adelante Plantesia, Administrador o Fideicomitente, alternando el vocablo más adecuado al contexto discursivo.

² En la *Opción de Compra* se prevé expresamente la cesión de este contrato al Fideicomiso.

³ Según el Prospecto, el total de tierras ronda las 11.300 has, de las cuales 7.300 están *efectivamente plantadas*.

Se puede adelantar a modo de concepto general que la estructura cumple con las exigencias normativas que hacen a la constitución formal del negocio fiduciario, la validez y eficacia de las obligaciones que asumen las partes y no se aprecian riesgos insubsanables en orden a la satisfacción de los derechos que otorgan los valores a emitirse.

II – El Contrato de Fideicomiso Financiero. Cláusulas centrales

El objeto del Contrato constitutivo del Fideicomiso Financiero (en adelante el Contrato) es la emisión de Certificados de Participación, de acuerdo al artículo 25 de la Ley 17.703 y las pautas establecidas en el Contrato y Prospecto Informativo. Asimismo, con los fondos que se obtengan de la colocación de los valores, el Fiduciario invertirá en la adquisición de los inmuebles y la explotación forestal que llevará adelante el Administrador conforme al Plan de Negocios, las pautas del Contrato de Administración y del Contrato. Para la adquisición y como viene dicho, el Fiduciario ejercerá la Opción de Compra y celebrará todos los contratos para que todos los inmuebles y demás Activos ingresen al patrimonio fiduciario⁴. Naturalmente integra el objeto contractual y es una obligación propia del encargo fiduciario, proceder a distribuir entre los Beneficiarios y en función de sus respectivas participaciones, los fondos distribuibles y/o remanentes en las oportunidades y condiciones establecidas en el Contrato.

Patrimonio del Fideicomiso. Conforme a la cláusula 4 del Contrato, aparte de los inmuebles a ser adquiridos⁵ una vez se cumplan las condiciones para el ejercicio de la opción de compra, integran el patrimonio de afectación todos los ítems listados en la cláusula 4.7, a cuya lectura cabe estar. Para ser gráficos, se pueden condensar señalando que el patrimonio está compuesto por los inmuebles con sus bosques, los fondos obtenidos en el proceso de Emisión de los Valores y todos los ingresos, bienes y derechos que obtenga el Fideicomiso en la ejecución del Plan de Negocios.

Emisión de los Valores (cláusula 14 del Contrato, Documento de Emisión y Apartado II del Prospecto). En estos insumos se encuentra toda la información relevante sobre el proceso de emisión y características de los Valores. Cabe sintetizar que se emitirán Certificados de Participación Escriturales de oferta pública,⁶ por un monto total de U\$D 54.500.000, con un valor nominal de U\$D 1.000 cada Certificado de Participación (CP).

Suscripción, Adjudicación e Integración. Se replica el diseño habitual consistente en segmentar la Emisión en dos Tramos (*Minorista* y *General*), cumpliéndose todo el Período de Suscripción el mismo día y en forma simultánea para los dos Tramos. El *Minorista* será por el 10% del Monto de la Emisión con un tope de UI 500.000 por inversor⁷. El *General* tendrá como monto máximo el Monto de la Emisión. Cerrada esta etapa, se procederá a la Adjudicación: primero a los oferentes del *Tramo Minorista*, luego a los oferentes del *Tramo General* y dentro de éste se adjudicará al Administrador los CP que se obliga a suscribir (6% del Monto de la Emisión). En cuanto a la Integración, habrá una *Primera Integración* por el equivalente al 20% del Monto de la Emisión a cumplirse por todos los adjudicatarios de ambos Tramos, dentro de los 10 días hábiles siguientes al cierre de la suscripción y según la adjudicación realizada. Las *Integraciones Posteriores* serán por el monto restante hasta completar el 80% del Monto de la Emisión, en una o más integraciones; cumpliéndose dentro de los 10 días hábiles siguientes a la solicitud del Fiduciario a los Titulares.

Derechos que otorgan los CP. Como dispone el artículo 25 de la Ley 17.703, el derecho de participación en el dominio fiduciario, se materializa en el derecho de los Titulares a recibir en proporción a su participación: **(i)** anualmente, el 31 de mayo de cada año los Fondos Distribuibles o antes de la fecha de cierre de ejercicio

⁴ Integra asimismo el objeto - aunque de forma accesorio o complementaria a fin de optimizar la explotación -, que el Fiduciario tome en arrendamiento inmuebles propiedad de terceros, siempre que sea a propuesta del Administrador y previa autorización del Comité de Vigilancia (cláusula 8 del Contrato).

⁵ El art. 2.2 del Contrato de Opción establece que la compra de los inmuebles incluye “*los equipos y maquinaria de incendio, instalaciones ganaderas y casa con todos sus enseres*”.

⁶ Art. 25 Ley 17.703, artículos 2, 14 y concordantes de la Ley 18.627.

⁷ En el *retail* no podrán participar los inversores institucionales.

anual, si hubiere fondos en condiciones de ser distribuidos y a juicio del Administrador ello no afectare la liquidez necesaria para el Plan de Negocios; (ii) los Montos Remanentes a la liquidación del Fideicomiso y previa deducción de la Reserva Final (si la hubiera) y (iii) el remanente de la Reserva Final si existieran fondos luego de su desafectación⁸.

Se debe tener presente asimismo, que todas las distribuciones a favor de los Titulares estarán siempre subordinadas a la cancelación previa de la totalidad de Gastos del Fideicomiso y demás erogaciones, en un todo de acuerdo con la cláusula 16.3 del Contrato⁹.

Apuntes finales. El Fideicomiso tendrá un plazo de 25 años desde el Día de la Emisión, sin perjuicio de la posibilidad de extinción anticipada (c. 6 del Contrato) o su extensión por hasta el máximo legal de 30 años, resuelta por Mayoría Especial de Titulares en Asamblea.

La estructura convencional cumple con los requisitos legales de constitución formal, individualización y publicidad de la propiedad fiduciaria así como la oponibilidad (artículos 2, 6 y 17 de la ley 17.703) y se previene su presentación al Banco Central del Uruguay a los efectos de las inscripciones pertinentes (artículo 12 del Decreto 516/003). Se prevé asimismo que el Fiduciario inscriba el Contrato en el RNAP (c. 28 del Contrato). Dentro del marco normativo general el Fiduciario estará obligado a rendir cuentas de su gestión (art. 18 Ley 17.703) según lo pautado en la cláusula 18 del Contrato.

Por su parte, resultan de aplicación las disposiciones de la Ley de Mercado de Valores 18.627 sobre la intervención del Fiduciario en su rol de Entidad Registrante, quien será responsable de llevar el Registro de Valores Escriturales, efectuando las pertinentes anotaciones en cuenta de sus Titulares. A su vez, BEVSA será la Entidad Representante de los Beneficiarios según el art. 73 de la ley 18.627 y del Contrato homónimo.

III – Contingencias jurídicas

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

(i) Aspectos subjetivos

Winterbotham Fiduciaria SA, está autorizada por el BCU para actuar como fiduciario financiero desde el 16 de febrero de 2005. Cabe consignar que es una sociedad comercial uruguaya independiente de capitales privados, cuyo único accionista es The Winterbotham Trust Company (Uruguay) SA., y está sujeta a la auditoría externa de sus estados financieros y prevención de lavado de activos por parte de Auren SC¹⁰.

Los Suscriptores Iniciales como Fideicomitentes y Beneficiarios. En lo atinente a los requisitos de capacidad jurídica y poder normativo negocial de los Beneficiarios, deberán ser calibrados en atención a las particularidades personales o institucionales de cada inversor, tanto en lo atinente a la operación bursátil como para participar en el contrato. En su rol de fideicomitentes estarán representados por BEVSA en el acto constitutivo del Fideicomiso.

Cabe señalar en este segmento que el Administrador se obliga a suscribir e integrar CP, debiendo presentar su oferta en el *Tamo General* por el equivalente al **6%** del Monto de la Emisión.

⁸ La descripción de estos componentes están pormenorizadamente detallados en los Términos y Condiciones del Prospecto, a cuya detenida lectura cabe estar.

⁹ “El pago a los Titulares de los Montos Distribuibles, y cualquier otra distribución a su favor bajo este Fideicomiso, quedará condicionada a que se paguen previamente todos los Gastos del Fideicomiso así como todo otro cargo, tributo y/u obligación del Fideicomiso”.

¹⁰ A mayor ahondamiento se puede consultar el Prospecto Informativo para verificar lo precitado y el resto de los datos sobre el organigrama empresarial, antecedentes del personal superior, las prácticas de gobierno corporativo y sus estados contables auditados.

(ii) El derecho de los Titulares Beneficiarios

En este segmento elegimos algunos aspectos estructurales de relieve desde la perspectiva de los potenciales inversores. Ellos son: **a)** la Opción de Compra de los inmuebles y la cesión al Fideicomiso; **b)** condiciones suspensivas y resolutorias para la transferencia definitiva al patrimonio fiduciario; **c)** las obligaciones del Administrador y Fiduciario y **d)** la actuación de los Titulares y del Comité de Vigilancia.

a) La Opción de Compra de los inmuebles y la cesión al Fideicomiso

Como fue adelantado, los inmuebles que serán adquiridos por el Fideicomiso están ya seleccionados e identificados en el *Contrato de Opción de Compra* firmado entre Plantesia y la empresa Los Eucaliptos SA, propietario actual de los padrones involucrados en la operación. Por su parte, en el Contrato de Fideicomiso, Plantesia asume la obligación de ceder “los derechos emergentes de dicha Opción de compra para que pueda ejercerlo” (c. 4.1). Este ensamblaje convencional aconseja conceptualizar las diferentes figuras jurídicas involucradas.

En forma esquemática, tenemos por un lado la **Opción de Compra** de los inmuebles, por otro lado el **Fideicomiso** y un nexo entre ambos: la **cesión** del primero a favor del segundo.

El contrato de opción se ubica en la categoría de contratos preparatorios y su particularidad radica en que se anticipa o incluye un elemento del segundo contrato (en el caso una compraventa). En la opción el oferente (futuro vendedor), hace una propuesta irrevocable de vender cosa cierta y determinada al optante (futuro comprador); de tal forma que el vendedor anticipa su consentimiento, mientras que el comprador tiene el derecho potestativo de optar por aceptar o no la propuesta. El consentimiento del optante se forma en dos momentos: al otorgar el contrato de opción y luego al ejercer efectivamente la opción. Este desbalance entre los contratantes se equilibra con la necesaria fijación de un plazo para el ejercer la opción de compra y sólo en este caso surge para las partes la obligación recíproca de hacer la compraventa.

En el presente caso se constatan todos estos elementos. Los Eucaliptos SA (oferente) es propietaria de un conjunto de inmuebles rurales y bosques¹¹, que “*otorga a favor de la Compradora un derecho de opción exclusivo e irrevocable de comprar la totalidad de los inmuebles, libre de embargos y gravámenes. La Compradora acepta la opción de compra otorgada por la Vendedora sobre la totalidad de los inmuebles...*” (art. 2.1); y más adelante se establece el plazo: “*La Opción...se mantendrá en vigor de modo irrevocable y exclusivo durante un plazo de seis (6) meses a partir de la firma del presente contrato*” (art. 3.1). Por tanto, Plantesia tiene el derecho potestativo de optar **hasta el día 10 de febrero de 2023**.

Hasta aquí lo relevante de la opción. Importa ver ahora cómo ingresa el Fideicomiso en la compraventa de los inmuebles. El nexo que hace esto posible es, precisamente, la cesión del contrato de opción a favor del Fideicomiso, lo cual implica – en el trazo más grande –, la sustitución de uno de los sujetos del contrato por otro que viene a ocupar su lugar, sin que se vea alterada la relación jurídica de base. En tal sentido, no hay que ir más allá del texto de los contratos para constatar esta realidad. En el Fideicomiso viene de citarse la cláusula 4.1 que contempla la cesión y en el contrato de Opción se hace mención en varias disposiciones al mismo fenómeno. A título meramente ilustrativo en el artículo 6 (escrituración y posesión), se lee: “*Las Partes (o en su caso la Vendedora y el Fiduciario del Fideicomiso Financiero...) tendrán un plazo de 90 días hábiles computado desde la firma del Boleto de Reserva (...) para otorgar la o las compraventas definitivas por los Inmuebles...*”.

Como se aprecia, la ofertante vendedora ya está en conocimiento la cesión del contrato a favor del Fiduciario con lo cual se adelanta este elemento habilitante del trasiego. En este sentido, la cláusula 4.2 del Contrato dice que el Administrador “*cederá al Fiduciario la Opción de Compra en un plazo de 10 días hábiles desde la*

¹¹ Se trata de padrones en los departamentos de Lavalleja, Canelones y Maldonado, nucleados en 20 establecimientos rurales, cuyos datos y características están ilustrados detalladamente y con certificaciones notariales de procedencia en los anexos al contrato. Se debe precisar que existe un padrón (59.417) sobre el cual no existe derecho de propiedad sino los derechos posesorios sobre el 50% indiviso, siendo ese derecho el que deberá ser cedido al patrimonio fiduciario.

celebración de este Contrato (...). Luego de ello, el Fiduciario deberá ejercer la Opción de Compra que recae sobre los inmuebles en una plazo de diez (10) días hábiles computados de la recepción de los fondos correspondientes a la Primera Integración por un monto equivalente al 20% del Monto de la Emisión...". Cumplidos estos pasos, quedará pendiente el cumplimiento de los eventos que las partes han definido como condiciones de eficacia o extinción, según se explica a continuación.

b) Condiciones suspensivas y resolutorias

En todos los fideicomisos financieros se estipula que ciertos eventos o actos futuros – en relación a su otorgamiento –, que tienen la finalidad de suspender su eficacia y, de resultar imposible su verificación, se transforman en circunstancias extintivas del mismo. La principal condicionante, intrínseca al fideicomiso financiero, es el fenómeno de la Emisión que se desarrolla en dos etapas: la primera típicamente administrativa, son las tareas que debe cumplir el Fiduciario ante el ente regulador para que la Emisión sea posible (básicamente que el BCU la autorice, se registre el Contrato y los Valores)¹²; la segunda es la Emisión propiamente dicha (suscripción, adjudicación e integración de los valores) en el mercado de capitales. Esto sucede en todos los casos y en tanto son hechos necesariamente posteriores a la firma del Contrato, su verificación determina sucesivamente la eficacia de las obligaciones contraídas por las partes y a su vez, el nacimiento de la propiedad fiduciaria. Por el contrario, su no verificación, determinan la extinción del Fideicomiso y las restituciones que eventualmente correspondan¹³.

Luego tenemos aquellos eventos que, por oposición llamaremos extrínsecos y son las autorizaciones o permisos que debe gestionar el Fideicomiso ante los organismos públicos y relacionados con los bienes fideicomitidos. Tratándose, como en el caso, de bienes inmuebles, estos eventos son las autorizaciones para que el Fideicomiso sea titular de inmuebles rurales y de las explotaciones en ellos proyectadas, según la Ley 18.092 y su reglamentación, los permisos y autorizaciones ambientales y de manejo de los proyectos forestales (Dirección General Forestal y DINAMA-Ministerio de Ambiente). Finalmente se deberá cumplir con el ofrecimiento al Instituto Nacional de Colonización de acuerdo al artículo 35 de la Ley 11.029 en redacción dada por Ley 18.187. En realidad, más que una autorización, la obligación es realizar el ofrecimiento al Instituto, pues el ente cuenta con un derecho de preferencia, de orden público, para comprar en igualdad de condiciones. De suyo, la condición se verifica por la negativa del INC, en tanto deja expedita la compraventa proyectada.

Como viene de explicarse en el segmento anterior, es de toda lógica y coherente con la estructuración contractual bajo análisis, que todos estos elementos ya estuvieran contemplados en el contrato de Opción de Compra. Cabe recordar que Plantesia aún no se obligó a comprar los inmuebles y mal puede el Fiduciario quedar obligado a comprarlos cuando otorgue el Contrato de Fideicomiso Financiero. Por ello se estableció que el Administrador se obliga a ceder al Fideicomiso *“los derechos emergentes de dicha Opción de Compra”*. Así las cosas, en el artículo 5 de la Opción de Compra se establece que una vez ejercida la opción las partes se obligan a firmar, en 15 días hábiles, el Boleto de Reserva donde se contemplarán las condiciones que vienen de comentarse.

Por su parte, en el Fideicomiso esto se recoge ordenadamente en la cláusula 4.3, que empieza diciendo que una vez ejercida la opción, *“el Fiduciario procederá a celebrar con el vendedor de los inmuebles el boleto de reserva*, y luego lista las condiciones que se deberán incluir allí: apartado (i) la autorización del Poder Ejecutivo según Ley 18.092 y Decreto Reglamentario 225/007 con plazo máximo de 120 días para todos los inmuebles; en el apartado (ii) se hace referencia al estudio de títulos y antecedentes dominiales y que el notario interviniente no encuentre objeciones para otorgar la compraventa definitiva¹⁴, y apartado (iii) la negativa (expresa o tácita) del INC.

¹² Artículo 17 de la Ley 17.703 y artículo 3 de Ley 18.627 y Decreto 516/2003 (art. 12).

¹³ No es ocioso decir que este efecto extintivo está previsto – de regla - para situaciones de imposibilidad de cumplimiento del objeto (por ej., que no se obtengan ofertas o sean insuficientes), pero también rige (se pacte o no) para los casos de incumplimiento de cualquiera de las partes, siendo la resolución el remedio y la responsabilidad patrimonial su reparación.

¹⁴ Esto en realidad es una cláusula típica de los contratos preliminares a compraventas definitivas.

En cuanto a las autorizaciones del Poder Ejecutivo (Ley 18.092 y su reglamentación), cabe precisar que están comprendidos en el ámbito subjetivo de la norma legal los fiduciarios de fideicomisos financieros comprendidos en la Ley 17.703 para ser titulares del derecho de propiedad sobre los inmuebles rurales y sobre las explotaciones en ellos establecidas.

Ahora bien, para terminar este segmento del análisis nos debemos preguntar cuándo deben cumplirse estas condiciones y qué debe hacer el Fideicomiso si alguna de ellas no acontece.

En cuanto a lo primero, todo indica que el plazo de 6 meses establecido en la Opción de Compra (10/2/2023), es el tiempo en que deben producirse todos estos eventos. Si bien es imposible determinar el orden temporal de los acontecimientos, parece claro que se pretende en ese lapso lograr que se cumpla con la Emisión por el monto previsto, se firme el boleto de reserva y se cumplan las condiciones administrativas y notariales allí citadas, con todo lo cual se podría otorgar la compraventa definitiva y pagar su precio ya fijado en la Opción de Compra. Con lo cual se completa el ciclo verificándose el negocio obligacional (compraventa) y el negocio dispositivo (tradición).

En cuanto a lo segundo el Contrato de Fideicomiso establece en la cláusula 2.3 que *“En caso de que no sea posible realizar la compra de los Inmuebles en los términos previstos por la Opción de Compra, el Comité de Vigilancia podrá asesorar a la **Asamblea de Titulares** para determinar si (i) **se extiende el plazo para la compra** de los Inmuebles acordándose la correspondiente prórroga bajo la Opción de Compra de dichos Inmuebles, y cualquier ajuste a los términos que pueda corresponder; (ii) **se decide la compra de otros inmuebles** realizándose las modificaciones necesarias en los documentos de la Emisión; (iii) **se devuelve el dinero correspondiente a la Emisión deduciendo los Gastos ya incurridos y se extingue el Fideicomiso** conforme a la cláusula séptimo del Contrato de Fideicomiso. La Asamblea de Titulares deberá adoptar la decisión correspondiente e instruir al Fiduciario”¹⁵.*

Se trata claramente de una decisión de la Asamblea y adoptada por Mayoría Especial, cualquiera sea la condición que determine el riesgo de extinción. Su tenor sugiere algo que no está dicho a texto expreso en la Opción de Compra (pero tampoco luce vedado) y es la posibilidad de prorrogar la compraventa más allá de lo establecido en la opción (y en el boleto de reserva). A rigor los 6 meses son para ejercer el derecho potestativo de optar, pero es a todas luces evidente que si no se logra la emisión proyectada no se ejercerá la opción, salvo, por lógica, que se negocie la prórroga en cuestión.

Por su parte y quizás la crítica que cabe a esta disposición contractual es que la decisión de la Asamblea está abierta temporalmente. O dicho de otro modo, no hay un plazo final para que la circunstancia impeditiva quede configurada. Dado que ello no opera de *ipso iure*, sino que debe resolverlo la Asamblea, el inversor no sabe con total certeza cuál es plazo máximo en que le serán reintegrados sus fondos en caso de extinción del Fideicomiso.

Para cerrar el capítulo, dejo dos apuntes tangenciales pero necesarios. El contrato de Opción previene que en la actualidad existen pastoreos y arrendamientos en los inmuebles. Al respecto se pacta que ambas partes realizarán sus mejores esfuerzos (obligación de medios, no de resultado), para que las personas que se encuentren usando los predios bajo esas modalidades acepten *“ceder la posición de la Vendedora a la Compradora o al Fideicomiso...”*; a su vez *“que el Fideicomiso acepte ser parte de los referidos contratos en sustitución de la Vendedora, bajo los mecanismos del Fideicomiso”* (art. 2.1)¹⁶. Por otro lado y durante la pendencia del plazo de 6 meses, la vendedora *“no podrá ceder, ofrecer en venta, vender ni gravar a ningún tercero y de ningún modo los inmuebles”* (art. 3.4).

En otro orden y dado que los inmuebles se encuentran forestados, deben contar con los permisos y autorizaciones pertinentes de la DGF y DINAMA¹⁷. En tal sentido y relevada la documentación recibida, surge

¹⁵ Esto se reitera, con redacción similar en la cláusula 6 sobre el plazo y en 11.1 (A) sobre Estándares de Adquisición.

¹⁶ Todo lo cual es coherente con la cesión del contrato.

¹⁷ Leyes 15.939, 16.466 y Decreto 349/005.

información de 8 de los 20 establecimientos de Los Eucaliptos SA que comprende la operación económica¹⁸.

c) Las obligaciones principales del Fiduciario y el Administrador

Las obligaciones del Fiduciario están desarrolladas en la cláusula 18 del Contrato de Fideicomiso y las del Administrador en la cláusula 8 del mismo y en el Contrato de Administración. En cuanto al régimen de responsabilidad en ambos casos se trata de responsabilidad subjetiva en tanto la culpa es el factor de atribución; en el caso del Fiduciario según artículo 16 de Ley 17.703 y para el Administrador rige el artículo 83 de la Ley 16.060, bajo el estándar del buen hombre de negocios. En las convenciones se han pactado, conforme es de estilo, recíprocas indemnidades, al igual que las limitaciones de responsabilidad por las cuales sólo responderán, con patrimonio propio, en caso de culpa grave o dolo.

En cuanto al haz obligacional del Fiduciario, en el caso de marras tiene una importante labor que cumplir hasta que se culmine el proceso de Emisión y compraventa de los Inmuebles, en la medida que tiene que otorgar todos los contratos necesarios así como llevar adelante la mayoría de las gestiones administrativas que viene de comentarse.

Una vez culminada esta etapa, el rol preponderante pasa a ser del Administrador en la gestión y manejo del proyecto forestal. Cabe estar a la lectura detenida de las cláusulas 8 a 12 del Contrato donde se detallan las obligaciones del Administrador.

La cláusula desmenuza en clave contractual el Plan de Negocios y que a título enunciativo podemos resumir en: **(i)** llevar a cabo el monitoreo y gestión de todas las actividades de silvicultura, teniendo a su exclusivo cargo y responsabilidad negociar y contratar las personas físicas o jurídicas que lleven cabo materialmente todas estas tareas (contratistas y subcontratistas), debiendo cumplir a su respecto con los controles legales y reglamentarios que exigen las leyes de tercerización laboral; **(ii)** deberá gestionar, renovar o mantener los permisos y demás autorizaciones administrativas que exija la normativa para las explotaciones forestales; **(iii)** realizar cuando resulte conveniente contratos ganaderos u otras “actividades accesorias”, para obtener ingresos adicionales para el Fideicomiso, sugiriendo dar o tomar en arrendamiento los inmuebles del Fideicomiso o de terceros respectivamente; **(iv)** comercializar la madera; **(v)** elaborar todos los informes sobre la marcha del negocio y que serán base para la rendición de cuentas indelegable que debe realizar el Fiduciario a los Beneficiarios; **(vi)** proponer a la Asamblea la venta anticipada de inmuebles o de aquellas hectáreas sin forestar y que ello redunde en beneficio del negocio fiduciario y **(vii)** dar cumplimiento a los Estándares Mínimos listados en la cláusula 11.

d) La actuación de los Titulares y del Comité de Vigilancia

La satisfacción de los derechos de los Titulares está directamente relacionada con el cumplimiento de las obligaciones de los constituyentes del Fideicomiso, donde juega un rol central la ejecución del Plan de Negocios dentro de las proyecciones explicitadas en el Prospecto. En este ámbito adquieren particular relevancia las potestades de control y fiscalización encomendadas al Comité de Vigilancia, lo cual es sin desmedro de la actuación a través de la Asamblea de Beneficiarios y al régimen de mayorías para obtener decisiones válidas y vinculantes, según el tipo de resolución de que se trate (cláusula 24.7 del Contrato). Se establece como criterio que, salvo cuando se establezca una mayoría especial, las decisiones sometidas a consideración de la Asamblea, se resolverán por “**mayoría simple de presentes**”, debiendo considerarse el valor nominal de los CP a efectos de computar la mayoría. A su vez, cabe puntualizar que la **Mayoría Especial de Titulares** significa: “*dos o más Titulares que reúnan una valor nominal igual o superior al 75% del total de Valores integrados*”. Sobre esto es relevante consignar que el Administrador no tiene derecho a voto en las Asambleas donde se someta a resolución cuestiones que lo involucren, no se considerarán sus valores para

¹⁸ Departamento de Lavalleja: Don Alcides (2007), El Flaco (2010 – ampliación 2015), El Gordo (2010 – ampliación 2015), Los Molles (2011), Departamento de Canelones: San Luis (Dirección Forestal, ingresó antes de la vigencia del Dt. 349/005), Costas del Mosquito (AAP 2009 y DGF 2010) y Departamento de Maldonado: Sophie Point (2007), Doña Sara (2012).

determinar el quórum para sesionar y cuando el punto a resolver requiera una Mayoría Especial, sus valores no serán considerados para conformar dicha mayoría.

El Comité de Vigilancia. Este órgano es clave para la tutela del derecho de participación de los Beneficiarios. Sus competencias están diseminadas en todo el Contrato, pero asimismo agrupadas en la cláusula 13. Resulta útil deslindar estas competencias en relación a dos momentos sucesivos pero claramente diferenciados: el primero, durante la etapa de adquisición signada por el ejercicio de la opción de compra de los inmuebles y, el segundo, una vez ingresados los predios al dominio fiduciario, todas las competencias de control y fiscalización de cumplimiento de las obligaciones legales y contractuales asumidas por el Fiduciario y el Administrador en la ejecución y desarrollo de la explotación forestal.

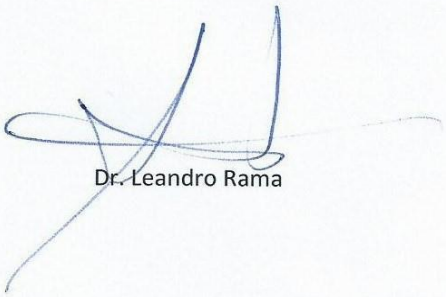
En tal sentido y para el caso que no se logre la adquisición bajo la Opción de Compra, la función central del Comité será asesorar a la Asamblea de Titulares para que ésta decida: si se extiende el plazo para la compra de los Inmuebles con la correspondiente prórroga del contrato de opción; si decide la compra de otros inmuebles o, si decide liquidar el Fideicomiso de acuerdo a las cláusulas 2.3 y 7 del Contrato, esto es, proceder a la restitución a los Titulares los montos integrados previa deducción de los gastos incurridos.

Por el contrario, si la adquisición se verifica conforme a lo previsto, los cometidos del Comité puede resumirse en: **a)** controlar el cumplimiento de los contratos de la estructura y la ejecución del Plan de Negocios, así como analizar las modificaciones que proponga el Administrador; **b)** evaluar y en su caso autorizar la solicitud de endeudamiento del Fideicomiso conforme a la cláusula 5 e informar a la Asamblea de Titulares sobre las solicitudes superiores al tope previsto; **c)** analizar año a año el Presupuesto Anual del Fideicomiso, realizar observaciones y pedir las explicaciones al Administrador y en su caso, determinar si ha incurrido en *Desvío* en la ejecución del Plan de Negocios; **d)** emitir los dictámenes que le solicite el Administrador o Fiduciario sobre la enajenación de los inmuebles al finalizar el Fideicomiso, controlar los informes que se elaboren para la venta anticipada, aquellos que sirvan de base para la rendición de cuentas a los Titulares; **e)** autorizar modalidades alternativas a la propuesta por el Administrador para comercialización de la madera en pie y aprobar que el Fideicomiso arriende inmuebles de terceros a propuesta del Administrador y para desarrollar actividad silvícola y otras complementarias y **f)** controlar que los Titulares dispongan siempre de información completa sobre la marcha del negocio y en particular sobre los puntos que deban ser tratados en las Asambleas y en los que el Comité tenga una injerencia directa.

En suma, entendemos que existe un potente elenco de potestades de fiscalización y control en manos del Comité de Vigilancia sobre el cumplimiento de las convenciones estructuradas, lo cual optimiza la tutela de los derechos de participación de los Titulares Beneficiarios.

En conclusión, el negocio fiduciario cuenta con un razonable grado de cobertura, no advirtiéndose riesgos jurídicos asociadas al proceso de emisión.

Montevideo, 5 de de octubre de 2022.-



Dr. Leandro Rama