

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

Montevideo, abril de 2024

4	RESUMEN GENERAL
6	I INTRODUCCIÓN
12	II EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACION
14	III LA ADMINISTRACION
18	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO DE FONDOS
24	V EL ENTORNO
35	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

Actualización de la Calificación Emisión de Oferta Pública 18 - abril - 2024

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 emitidos:	Certificados de Participación escriturales de Oferta Pública.
Moneda:	Dólares americanos
Importe de la emisión:	USD 55.500.000.
Fecha de suscripción	23 de marzo de 2023
Distribuciones:	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 noviembre de 2024.
Calificación de Riesgo:	BBB.uy
Manual Utilizado:	Manual de Calificación de Finanzas estructuradas administradas por terceros

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

Resumen General

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

El proyecto 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 fueron 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 que se adjuntara en la calificación original (www.care.com.uy).
- 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 adquirió Certificados de Participación (CP) por el 6% del monto total de la emisión.
- El 28 de setiembre de 2023, luego de que se obtuvieran la autorización del Poder Ejecutivo para la explotación de inmuebles y la respuesta negativa a la oferta por parte del Instituto Nacional de Colonización, el Fideicomiso adquirió el activo forestal señalado en los documentos de la emisión, por un monto final de USD 54.807.551.
- 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 al 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 calificadoradora han sometido el proyecto. En el prospecto se presentó el flujo financiero con las inversiones y costos proyectados, determinando una TIR del 9,0% para el escenario base. CARE sometió a las proyecciones a situaciones más severas estimando una TIR más probable del 7,2%, un valor menor, pero igualmente razonable, estos análisis se detallan en la Sección IV.

- Los supuestos utilizados en el proyecto (IMA, precios, tasas de evolución, etc.) son consistentes con otros proyectos forestales de oferta pública calificados por CARE.
- La economía global viene mostrando señales de enlentecimiento desde finales de 2022, y se proyecta que se mantengan los actuales niveles para los próximos años. Superada la pandemia, la economía mundial se viene recuperando más despacio de lo previsto, lo que se tradujo en un menor dinamismo del comercio mundial de bienes. Sumado a ello, se mantiene el conflicto entre Rusia y Ucrania que agrega interrogantes y efectos negativos sobre el comercio.
- En este contexto, los precios de la celulosa, principal producto forestal exportado por Uruguay y mercado objetivo de este proyecto, mostraron durante casi todo el año 2023 una evolución descendente en sus valores. Más allá de un leve repunte en los últimos meses, se espera que los valores se mantengan relativamente estables al menos durante el primer semestre de 2024.
- El mercado de tierra agrícola (incluida la forestal), presenta para el largo plazo tendencias de incremento en sus precios, como consecuencia del aumento sostenido de la demanda de alimentos, fibras y maderas, y a que en general las posibilidades de expansión de la frontera agrícola está cada vez más limitada. Para el caso del Uruguay, los incrementos esperados en los precios de la tierra serán seguramente más moderados que los ocurridos en la década entre 2004 y 2014. Luego de un período de ajuste y de un comportamiento errático con escasos negocios entre 2015 y 2020, el precio de la tierra lleva tres años de aumentos: 6,2% en 2021, 6,9% en 2022 y 1,1% para 2023. Estos incrementos se explica en un principio por la mejora en los precios de algunos productos, y por la alta inflación internacional, la baja del dólar en el país y la ausencia de aumentos desde 2015.
- 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 actualizar la calificación de 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, las futuras no se vinculan 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 generales y hechos salientes del período

- **Antecedentes generales**

El FF Forestal Eucalyptus del Sur suscribió los certificados de participación el 23 de marzo de 2023 por un monto de 55,5 millones de dólares. Dicho monto ya fue integrado en su totalidad en setiembre de 2023.

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.

La compraventa del activo, por el cual ya existía una opción de compra, fue realizada el 28 de setiembre de 2023 una vez obtenida la autorización del Poder Ejecutivo para la compra y explotación de inmuebles rurales y culminados los trámites previos necesarios. El precio de compra final fue de USD 54.807.551.

Activo:	55.000.000
Descuento adelanto de madera UPM.....	-2.265.000
Incremento de volumen.....	2.085.000 (USD 150.000/mes desde agosto 2022 hasta la fecha de compra)
Ajuste de pastoreos.....	- 12.449
VALOR FINAL.....	54.807.551

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, 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 adquirido tienen unas 7.300 ha. efectivamente plantadas, sobre un total 11.300 has 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, como insumo para la calificación original, 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 señalaba que los predios visitados demostraban buena planificación y una cuidada inversión para dotar al activo de las condiciones productivas idóneas. Destacaba 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. dunnii.
- 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. Cumplido.
 - 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 instalan 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 atmósfera, 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 disponibilidades 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).

Hechos salientes del período

- El 28 de setiembre, luego de que se realizara la segunda integración por parte de los titulares y que se obtuvieran la autorización del Poder Ejecutivo y la respuesta negativa a la oferta por parte del Instituto Nacional de Colonización, el Fideicomiso adquirió el activo forestal por un valor final de USD 54.807.551.

- Una vez realizada la compra de los activos, el administrador procedió a realizar las siguientes gestiones:
 - o Cambio de titularidad de las explotaciones ante la Dirección General Forestal (DNF) y el Dirección Nacional de Calidad y Evaluación Ambiental (DINACEA);
 - o Cambio de titularidad de los bonos de carbono ante Verra², y apertura de cuenta a nombre del Fideicomiso
 - o Cambio titularidad de los seguros de incendio ante el BSE
 - o Registro del Fideicomiso en la Sociedad de Productores Forestales;
 - o Adhesión del Fideicomiso en el Operativo PAIF (prevención de incendios).
- El Fideicomiso en setiembre de 2023 debió contratar un crédito por USD 850.000 para hacer frente a los costos durante el primer año de operación, mientras no empezara a generar ingresos. Si bien el crédito era a un año, fue cancelado en enero 2024 una vez se cobró el 30% de adelanto por venta de madera..
- Durante el cuarto trimestre del 2023, se comenzó a trabajar para dar seguimiento al sistema de certificación FSC que había implementado el dueño anterior del activo.
- Se concretó la venta de madera que será cosechada en 2024, de tres predios y sobre un total de 1.090 há. Se estima un total de 196 mil metros cúbicos (mcs).
- Se avanza en la venta de un predio de 90 há con un importante casco y alto valor como predio turístico.
- El Fideicomiso tiene 16 contratos de pastoreo, de los cuales hay dos vencidos y el administrador está en la búsqueda de nuevos arrendatarios.

3. Información analizada

La información analizada fue la siguiente:

- Estados Contables de Plantesia SAS al 31/12/2023.
- Estados Contables del Fiduciario al 31/12/2023.
- Estados Contables del Fideicomiso al 31/12/2023.
- Informes trimestrales del Administrador el último a diciembre de 2023.
- Informes trimestrales del Fiduciario el último a diciembre de 2023.
- Informes trimestrales del Comité de Vigilancia, el último a diciembre de 2023.
- Tasación del predio Doña Sara (destino turístico).
- Información Sectorial sobre el mercado forestal y de la tierra.
- Informes de calificación de otros fideicomisos análogos.

² Organización internacional que lleva los registros de los bonos de carbono.

II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

Se ofrecieron 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 emitidos: 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: USD 55.500.000 (cincuenta y cinco 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 agregó en el Anexo I del informe original de calificación. El mismo descartó cualquier eventualidad de conflictos derivados por ejemplo de la construcción jurídica, los contratos respectivos, el cumplimiento con normas vigentes, etc.

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”.***

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.

En esta oportunidad, la fiduciaria presenta EE.CC al 31/12/2023. De los mismos se extrae la información que se expone en los cuadros siguientes:

Cuadro 2: Estado de Situación de Winterbotham (miles \$)			
Concepto	31/12/2023	31/12/2022	31/12/2021
Activo	96.814	88.392	88.052
Activo Corriente	23.382	14.203	23.460
Activo no Corriente	73.431	74.188	64.591
Pasivo	47.654	48.235	54.614
Pasivo Corriente	4.189	3.598	4.559
Pasivo no Corriente	43.465	44.637	50.054
Patrimonio	49.159	40.157	33.438
Total Pasivo y Patrimonio	96.814	88.392	88.052
Razón Corriente	5,58	3,95	5,15

Fuente: EE.CC Winterbotham

Cuadro 3: Estado de Resultados de Winterbotham (miles \$)			
Concepto	31/12/2023	31/12/2022	31/12/2021
Ingreso de actividades ordinarias	27.598	26.375	26.757
Gastos de Administración	(16.574)	(15.745)	(11.698)
Resultado Operativo	11.024	10.630	15.059
Resultados de inversiones y financiamiento	1.170	(1.371)	1.669
Resultados antes de Impuestos	12.193	9.259	16.727
Impuesto a la Renta	(3.191)	(2.540)	(4.353)
Resultado del Periodo	9.002	6.719	12.374

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 depositadas 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. Lucía Basso 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. Se la considera persona clave en la gestión de este patrimonio.

En ocasión de la calificación original se describía la integración del equipo profesional que la acompaña en esta tarea; el mismo se mantiene incambiado por lo que resulta innecesario reiterarlo.

En cuanto a su solvencia económica, CARE tuvo a la vista los EE CC de la firma al 31/12/2023, de su lectura no se advierten riesgos en ese sentido.

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. En virtud de la emisión realizada (USD 55.5 millones) este compromiso representa USD 3.33 millones; figura en el patrimonio de la firma al cierre del ejercicio 2023 una inversión en CP's de este Fideicomiso por USD 3.5 millones por lo que ha cumplido con este compromiso.

3. El Fideicomiso

Tal como se describe en otra sección de este informe, el objeto del fideicomiso, según contrato, es la adquisición de 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.

A efectos de adquirir los inmuebles previamente identificados se realizaron dos emisiones de CP's. La primera por USD 11.1 millones según documento de emisión de fecha 10/04/2023 y la segunda por USD 44.4 millones según documento de emisión de fecha 19/09/2023 completando así el total previsto de USD 55.5 millones.

Se desprende de lo anterior, como fortaleza adicional que la diferencia de otras operaciones análogas en el sector forestal, que no hay en este caso un tiempo de espera o periodo de inversión por cuanto el patrimonio ya estaba identificado, por tanto la inversión se completó inmediatamente de realizada la emisión de la totalidad de los valores.

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.

Cuadro 4: Estado de Situación del Fideicomiso (miles USD)

Concepto	31/12/2023
Activo	59.949
Activo Corriente	6.652
Activo no Corriente	53.297
Pasivo	1.261
Pasivo Corriente	1.065
Pasivo no Corriente	196
Patrimonio	58.688
Total Pasivo y Patrimonio	59.949
Razón Corriente	6,25

Fuente: EE.CC Fideicomiso

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

Concepto	31/12/2023
Ingreso de actividades ordinarias	6.276
Costo de ventas	(2.118)
Resultado operativo	4.158
Gastos de administración y ventas	(588)
Resultados financieros	60
Resultados antes de Impuestos	3.631
Impuesto a la Renta	(197)
Resultado del ejercicio	3.434
Otros resultados integrales	(246)
Resultado integral del ejercicio	3.188

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Al cierre del ejercicio pasado el valor de los activos biológicos era de USD 11.7 millones mientras que el de las tierras y mejoras era de USD 41.5 millones totalizando un activo de USD 53.2 millones. El patrimonio contable, en cambio era de USD 58.7 millones, mayor a la emisión recibida; al activo mencionado se le agrega disponibilidad y cuentas a cobrar que figura en el activo corriente. En activos biológicos se registró una baja por USD 2.1 millones por concepto de costo de ventas.

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

Con los fondos obtenidos de la emisión se invirtió en la adquisición de inmuebles rurales para el desarrollo de la actividad silvícola, en las condiciones previstas en el Contrato.

El proyecto consiste en la compra de un patrimonio de 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 con E. globulus y dunnii con destino celulósico. El precio final del activo fue de 54,81 millones de dólares, y la emisión fue de 55,5 millones previendo los costos notariales, costos de emisión, remuneración del Administrador, gastos del Fideicomiso, y algún gasto o inversión adicional³.

2. Proyección del Flujo de Fondos

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

- Valor de compra previamente acordado a través de una opción de compra. Monto razonable de acuerdo a las tasaciones disponibles.
- Las proyecciones de productividad de los bosques (IMA) esperados para las distintas especies son consistentes con las de otros proyectos.
- 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 Para el 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.
 - 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 3,5% 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 sí 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 pueden resultar algo optimistas, en la comparación con otros proyectos que son calificados por CARE y en base a la información internacional relevada.

³. La opción de compra establecía que a partir de agosto de 2022 el precio se incrementaría en 150 mil dólares por mes como consecuencia del crecimiento de los bosques.

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 en el modelo original. 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 9,0%.

CUADRO 6. Flujo de Fondos (Miles de USD)				
Año	Ap. inicial	Retiros	Flujo fondos	TIR
0	-55.500	-	-55.500	9,0%
1		7.411	7.411	
2		4.923	4.923	
3		2.405	2.405	
4		1.884	1.884	
5		3.203	3.203	
6		3.870	3.870	
7		392	392	
8		344	344	
9		416	416	
10		572	572	
11		5.107	5.107	
12		10.035	10.035	
13		8.373	8.373	
14		10.443	10.443	
15		7.626	7.626	
16		4.519	4.519	
17		3.143	3.143	
18		690	690	
19		1.508	1.508	
20		2.988	2.988	
21		6.721	6.721	
22		7.342	7.342	
23		15.182	15.182	
24		24.822	24.822	
25	55.500	53.620	109.120	

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 7. Sensibilidad de la TIR a diferentes tasas de evolución del precio de los productos y la tierra					
Porcentaje de aumento de los precios de venta de la tierra	Porcentaje de aumento del precio de la madera				
	0,0%	1,5%	3,5%	4,0%	4,5%
0,0%	5,0%	6,3%	8,2%	8,7%	9,1%
1,5%	5,6%	6,8%	8,5%	8,9%	9,3%
3,5%	6,6%	7,6%	9,0%	9,4%	9,8%
4,5%	7,2%	8,1%	9,4%	9,7%	10,1%
5,5%	7,8%	8,6%	9,8%	10,1%	10,4%

Fuente: El Estructurador

². Estima la inflación histórica de EEUU del entorno del 2,1-2,3%, asumiendo que volvería a los niveles históricos.

La TIR del inversor en el escenario base según los criterios del organizador sería de 9,0%. 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 un poco menor (ver punto b).

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 5,0% y 10,4%, 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 inversor según el prospecto es de USD 16,4 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%)⁴ 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.

⁴ 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.

Cuadro 8. Sensibilidad de la TIR a menores precios de inicio y menores aumentos de la madera

Precios de inicio la madera utilizados	% de aumento del precio de la madera				
	Base	3,5%	2,5%	2,0%	1,0%
	Base	9,0%	8,3%	8,0%	7,3%
	5% menores	8,6%	7,9%	7,6%	6,9%
	10% menores	8,2%	7,5%	7,2%	6,5%
	20% menores	7,4%	6,7%	6,4%	5,8%

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 7,2%.

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 3,0%. 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.

4. Costo de oportunidad del capital.

Una forma de evaluar si una TIR es atractiva o no, es compararla con el costo de oportunidad del capital propio, ya que es la tasa que le pone un piso a la rentabilidad esperada de un proyecto y es el indicador clave para descontar los flujos de fondos esperados.

Para estimar el costo de oportunidad del capital, CARE utiliza el modelo de valoración CAPM (Capital Asset Pricing Model)⁵, que relaciona la tasa libre de riesgo, la prima de riesgo del mercado y la prima de riesgo asignado al sistema de producción específico, en este caso la producción forestal. Para evitar variaciones bruscas en la tasa, y tener una visión de mediano plazo, se consideraron valores promedios de los últimos 5 años en todas las variables.

Para considerar el riesgo sistémico se utiliza el "beta"⁶ promedio de empresas de producción forestal en mercados emergentes, el cual se ubica en 1,04, lo que indica que la inversión en la actividad tiene un mayor riesgo y variabilidad que el promedio de todas las actividades en ese mercado. Para la tasa libre de

⁵ El modelo de valoración de activos financieros, denominado en inglés Capital Asset Pricing Model (CAPM) es un modelo utilizado para calcular la rentabilidad que un inversor debe exigir al realizar un inversión en un activo financiero, en función del riesgo que está asumiendo

⁶ Valor proporcionado por Damodaran.

riesgo se considera el rendimiento de los Treasury Bonds a 10 años de EEUU (2,30%), para el riesgo país (índice UBI) se consideraron 124 puntos básicos⁷ y para la prima de riesgo del mercado accionario se consideró 4,68%.

Aplicando estos valores se llega a una tasa de retorno esperada para el capital propio del 6,0%. Este valor es menor a la TIR esperada del inversor para el escenario que CARE considera como más probable (7,2%), lo que estaría indicando que el proyecto sería atractivo, según esta metodología.

En la coyuntura actual, la tasa libre de riesgo es mayor al promedio de los últimos 5 años, pero en contrapartida el riesgo país es menor al período considerado. En consecuencia, si se aplican los valores actuales, el costo de oportunidad del capital sería menor (5,52%).

Otros indicadores con los que podría compararse la TIR esperada del Fideicomiso podrían ser las curvas de rendimiento, que serían opciones posibles de inversión ya que están estimadas para el caso del Uruguay⁸. En la actualidad la curva en UI (CUI) a 10 años se ubica en 3,23% y la curva en dólares (CUD) a 10 años está en 4,89%. Ambos rendimientos en este caso también están por debajo de la TIR más probable de este Fideicomiso.

Si bien estas comparaciones coyunturales no pueden tomarse en sentido estricto, constituyen una referencia que – entre otras- ayuda a conformar un juicio acerca de la inversión original comparada con la coyuntura actual.

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

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).

⁷ Es el promedio de 5 años, en la actualidad el riesgo país está ubicado en el entorno de 80 puntos básicos

⁸ Curva Spot de Rendimientos de Títulos Soberanos Uruguayos emitidos en moneda nacional indexada a la inflación o en dólares, según sea el caso

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

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

V. EL ENTORNO

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

Por políticas públicas se entiende no solo las domésticas sino las de los países con los que existe comercio. Con relación a la política sectorial del país, por el momento no se vislumbran cambios que pudieran afectar el actual desarrollo y crecimiento de 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.

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

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, y ello se sustenta en el hecho de que la demanda crecerá de la mano del incremento de la población y del crecimiento de la economía mundial, y especialmente de los países emergentes. Esta mayor demanda se espera tanto para madera sólida destinada a la construcción de muebles o viviendas como de celulosa por mayor consumo de papel. Los principales usos del papel son la comunicación, embalajes e higiene (papel tissue).

El incremento de la demanda enfrenta una oferta que se ha visto limitada por crecientes medidas de protección de los bosques nativos, así como también el control que se realiza sobre los de rendimiento. Por su parte, las políticas destinadas a atenuar los impactos del cambio climático también promueven la protección de los montes al ser éstos importantes sumideros de carbono. En este sentido, se abre una nueva oportunidad para el sector que es la consolidación del mercado de carbono, lo que implica que la venta de

certificados se constituye en un nuevo ingreso para estos emprendimientos. 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 en el mediano y largo plazo la demanda por certificados de carbono debería seguir creciendo.

No obstante, la tendencia esperada de largo plazo puede verse afectada por coyunturas desfavorables que tengan efectos depresivos sobre la demanda y en consecuencia sobre los precios, como fue lo ocurrido en los últimos años. Superados los efectos de la pandemia, la demanda y los precios se comenzaron a recuperar, pero a mediados de 2022 las condiciones volvieron a cambiar. El 2022 estuvo marcado por las consecuencias del conflicto entre Rusia y Ucrania, el enfriamiento de la economía global y de China en particular, así como las medidas de Covid cero implementadas por éste último. Esos fenómenos generaron cambios en la economía y el comercio mundial, como por ejemplo aumentos en un primer momento de los precios de las materias primas, mayor inflación internacional y mayores costos de los fletes y la energía. Toda esta situación generó una mayor volatilidad al mercado de la madera, y el aumento de los costos estrechó los márgenes del negocio. A partir del segundo semestre del 2022, las medidas tomadas por China, sumado a las expectativas de menor crecimiento económico mundial, tuvieron un efecto muy significativo en las importaciones de algunos productos, impactando en una reducción de los precios para el caso de la celulosa y en mayores dificultades de colocación para el caso de la madera en bruto, situación que se mantuvo durante todo el 2023.

Para el largo plazo no existen elementos para suponer cambios en las tendencias planteadas en el prospecto de emisión, aunque no habría que descartar puntualmente coyunturas desfavorables como las comentadas. Para esta calificación CARE realiza una actualización de la información clave del sector, confirmando que no deberían existir en el futuro mayores desvíos respecto de la trayectoria esperada.

El Fondo Monetario Internacional en su último informe de abril de 2024 proyecta que la economía mundial continuará creciendo un 3,2% en 2024 y 2025, al mismo ritmo que en 2023 (en su informe anterior de enero se proyectaba un crecimiento de 3,1% para 2024). Se espera una ligera aceleración en las economías avanzadas -de 1,6% en 2023 a 1,7% en 2024 y 1,8% en 2025— pero quedará compensada por una leve ralentización en las economías emergentes y en desarrollo, de 4,3% en 2023 a 4,2% en 2024 y 2025. De esta forma, la proyección de crecimiento mundial a cinco años, sería de 3,1%, la menor de las últimas décadas y por debajo del promedio histórico de 3,8% (2000–19). Por su parte, se prevé que la inflación mundial descienda de manera constante, de 6,8% en 2023 a 5,9% en 2024 y 4,5% en 2025, y que las economías avanzadas alcancen sus metas de inflación antes que las emergentes y en desarrollo.



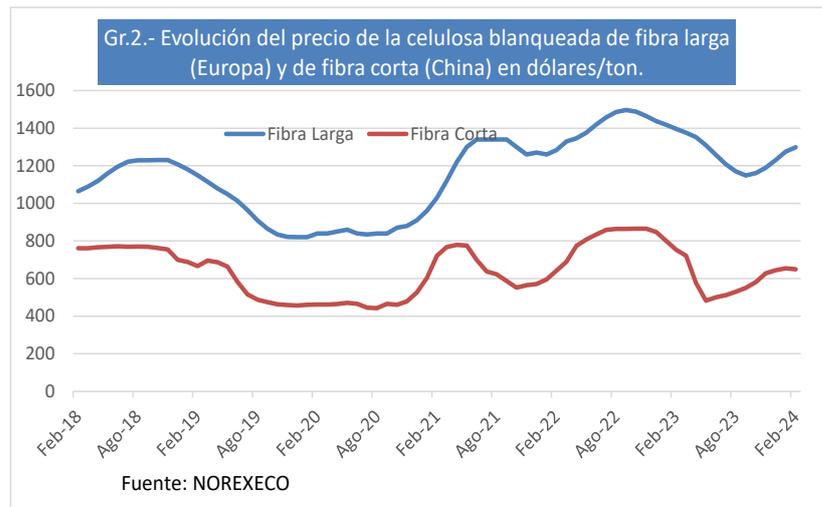
Este leve aumento en la perspectiva de crecimiento de la economía se debe a una mayor resiliencia de lo esperado en Estados Unidos y en varias economías de mercados emergentes y en desarrollo, así como al estímulo fiscal en China. No obstante se mantienen los efectos negativos de las elevadas tasas de interés para combatir la inflación, el repliegue del apoyo fiscal en un entorno de fuerte endeudamiento que frena la actividad económica y el bajo crecimiento de la productividad. Como dato positivo, la inflación estaría disminuyendo más rápidamente de lo previsto en la mayoría de las regiones, mientras se disipan los problemas en el lado de la oferta y se aplica una política monetaria restrictiva.

En lo que tiene que ver con madera con destino final a pulpa de celulosa, la reducción en el consumo como consecuencia de la pandemia generó en un primer momento una abrupta reducción en la demanda y en los precios. Fue así, que luego de un marcado pico al alza de precios durante 2018, los valores de la celulosa a nivel internacional, regional y doméstico, mostraron una caída muy significativa del orden del 35-40%, la mayor caída se verificó en 2019 para luego atenuarse o mantenerse en esos niveles deprimidos, prácticamente durante todo el año 2020. Esa caída fue coyuntural, y en 2021 los precios se recuperaron rápidamente, hasta fines de 2022. En el 2023, los precios internacionales cayeron fuertemente durante buena parte de año, para comenzar con una leve recuperación sobre finales del año. Esta última caída está sustentada fundamentalmente en una merma en la demanda de papel y sobre todo de materiales para el packaging, consecuencia de la reducción esperada en el crecimiento económico que se registró en la economía internacional. También incidió en la menor demanda la larga cuarentena en China por Covid, la existencia de un sobrestock en ese país y una caída en la demanda de la Unión Europea.

En la siguiente gráfica se presta información de los precios por tonelada para dos tipos de pasta de celulosa: la NBSK⁹ (principal cotización internacional, correspondiente a pulpa de coníferas de fibra larga en Europa), y de la BHKP¹⁰ (pulpa de fibra corta en China). Puede observarse el comportamiento comentado en el párrafo anterior.

⁹. Northern Bleached Softwood Kraft Pulp. Pulpa de celulosa blanqueada de fibra larga

¹⁰. Bleached Hardwood Kraft Pulp. Pulpa de celulosa blanqueada de fibra corta.



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

Importa destacar que en la medida que los precios caían también se reducían en forma significativa los precios de los fletes internacionales, compensándose en parte los efectos económicos.

Algunas proyecciones a las que CARE tuvo acceso, estiman que la tendencia descendente en los precios de la celulosa habría culminado y podría esperarse un mantenimiento en los niveles actuales, al menos para el corto plazo.

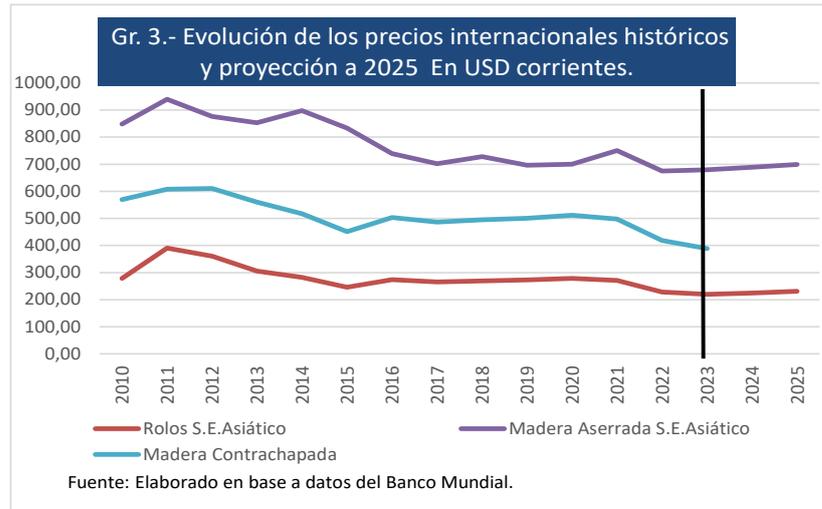
No se dispone de información que proyecte las perspectivas de la evolución de precios internacionales para la celulosa para el largo plazo. En los últimos 10 años el incremento anual del precio internacional de la celulosa de fibra larga (NBSK) fue del 3,6%, esto es un valor indicativo, ya que no existe la certeza de que para el futuro se cumpla lo verificado en el pasado.

Para el caso de la madera de eucaliptus en bruto con destino aserrío, el comportamiento de la demanda ha mostrado una evolución similar al de la celulosa, aunque menos marcada. Por su parte, los precios mantienen una leve tendencia al crecimiento viéndose afectados mayormente los volúmenes comercializados. Tras un comienzo de año 2020 muy incierto, marcado por el enlentecimiento en las exportaciones registrado sobre fines de 2019 y la declaración de pandemia a comienzos de 2020, el segundo semestre de ese año ya mostró un cierto empuje, consolidando la recuperación que se mantuvo durante todo el año 2021 y hasta mediados de 2022. A partir del segundo semestre de 2022, se genera una importante caída en la demanda, que afecta fuertemente a las exportaciones uruguayas. Este debilitamiento de la demanda, que responde también a la situación de la economía mundial, se mantiene durante todo el año 2023.

Para el caso de la madera de pino aserrable, el comportamiento es similar al del eucaliptus, pero con una mayor variabilidad y con marcados problemas de

demanda. El desempeño exportador del país durante 2023 fue claramente a la baja consolidando dos años consecutivos de retracción. Tanto los precios manejados como la competencia internacional han dificultado el cierre de negocios, en donde China prácticamente se ha retirado del mercado, manteniéndose India como principal mercado importador de nuestros pinos.

Según el último informe de previsión de precios del Banco Mundial de octubre de 2023, los precios de la madera en bruto y de la aserrada mostrarían leves incrementos en sus precios para los próximos dos años, en el entorno del 1 al 2% anual, pero mantienen una tendencia decreciente desde el año 2011.



En el año 2021 el Banco Mundial presentó una proyección de largo plazo para la madera en bruto para aserrío y para la aserrada, mostrando un leve crecimiento en valores nominales hacia el 2035 en el largo plazo¹¹. Para el caso de los rolos se proyectó un crecimiento del 0,95% acumulativo anual y para la madera aserrada un 1,5%. Estos aumentos de precios, no alcanzarían a cubrir la devaluación del dólar, por lo que podrían estar cayendo levemente en términos reales. Estas proyecciones son consistentes con las de los commodities alimenticios para los que se proyecta también una leve reducción de los valores en términos reales (aumentos nominales positivos pero algo menores a la devaluación de largo plazo del dólar).

Las exportaciones forestales del Uruguay alcanzaron un nuevo récord en el 2023 explicado exclusivamente por el aumento en la exportación de celulosa consecuencia de la puesta en funcionamiento de la tercer planta de celulosa en el país. El resto de los productos forestales mostraron una significativa caída, consecuencia de una menor demanda internacional y en general también menores precios de exportación. El aumento en el valor de las exportaciones de celulosa se explica por mayores volúmenes exportados, ya que el precio de exportación también fue más bajo en 2023.

En el siguiente cuadro se presentan las exportaciones forestales en valor para los últimos años donde puede observarse una clara tendencia al crecimiento.

¹¹. World Bank Commodities Price Forecast. En informes posteriores solamente se proyectan precios para 2023 y 2024.

Cuadro 9. Exportación de productos forestales seleccionado (en millones de dólares FOB)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Variación
Celulosa	1.310	1.660	1.527	1.107	1.576	1.818	2.019	11%
Rolos de pino	88	150	89	132	204	127	67	-48%
Tableros de madera contrachapados	64	76	55	67	105	102	74	-27%
Chips (eucalipto y pino)	64	95	102	21	74	113	98	-13%
Madera Aserrada coníferas y no coníferas	93	115	97	104	159	184	157	-15%
Papel y Cartón	34	32	36	25	26	35	30	-12%
Rolos de eucalipto	21	29	14	21	23	34	24	-30%
Total	1.673	2.158	1.921	1.477	2.167	2.412	2.469	2%

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

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

Se observa la fuerte baja en las exportaciones de pino, lo que como ya fuera comentado responde a las dificultades del mercado.

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

B) El precio de la tierra

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

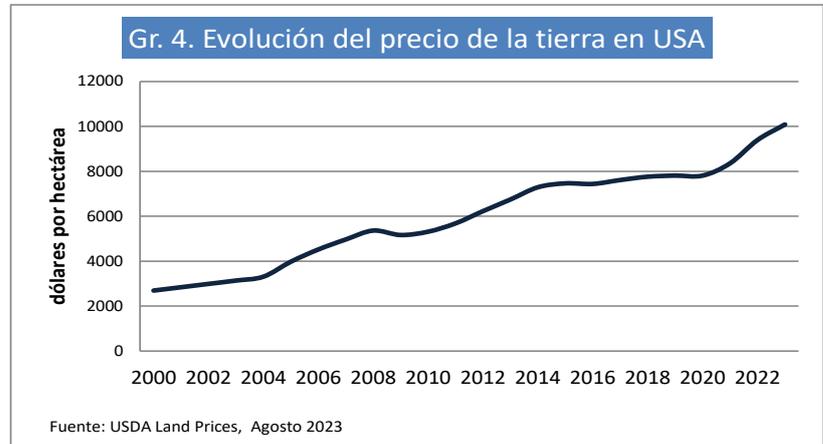
En este caso se actualiza el comportamiento de los precios en diferentes países considerados de importancia, en el entendido de que sus tendencias podrían generar información respecto de lo que podría ocurrir en nuestro país.

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

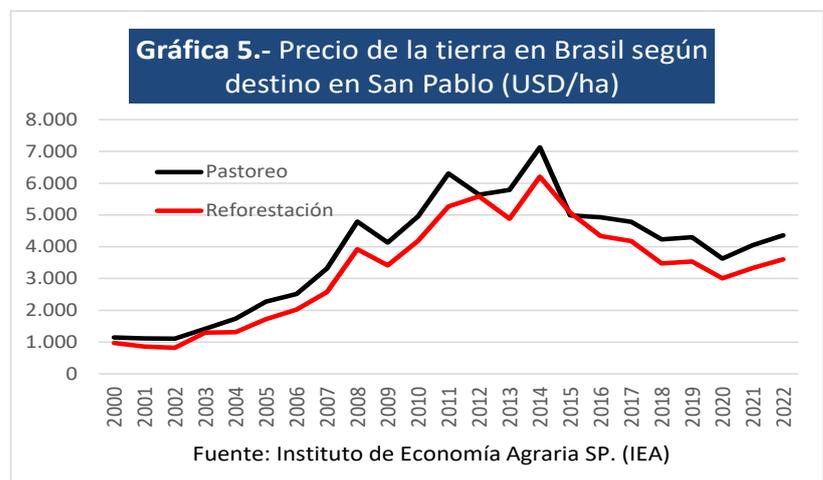
Durante el período 2000-2023, el incremento acumulativo anual del precio de la tierra en EEUU en dólares corrientes fue de un 5,9% anual, valor superior al de la inflación de la moneda norteamericana (2,49%), lo que determina un incremento real del 3,3%.

El precio de la tierra (promedio) se había mantenido relativamente estable entre 2017 y 2020, con aumentos mínimos en el entorno a la inflación del dólar, pero en los últimos tres años los valores se recuperan fuertemente mejorando en términos reales, pero también acompañando la mayor inflación. En el año

2021 los precios promedio de la tierra aumentaron un 7,0%, en el año 2022 un 12,4% y en 2023 el aumento fue de un 7,4%. Si se analizan por separado las tierras agrícolas de las ganaderas, las primeras tuvieron entre 2021 y 2023 un aumento del 23,5% mientras que las segundas un 18,2%; esto se explicaría por los aumentos de precio de los productos agrícolas.



El comportamiento del precio de la tierra en Brasil, está afectado por el efecto del tipo de cambio, en la medida que en ese país la cotización del recurso se realiza en su moneda nacional (Reales). Por ello, las fluctuaciones pueden ser amplificadas por este efecto. El precio en dólares muestra un crecimiento sostenido hasta el año 2014 para luego comenzar a caer hasta 2020, en un comportamiento similar al ocurrido en Uruguay. A partir de 2020 comienza a recuperarse en forma importante (12 y 8% en 2021 y 2022), pero aún se mantiene muy por debajo de los valores máximos.



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, generaron distorsiones en los valores que nada tienen que ver con la tendencia que deberían tener los precios de los campos. Los cambios que se están realizando en la política económica probablemente permitan en el mediano plazo retomar las series.

Sobre la base de algunos trabajos técnicos a los cuales CARE tuvo acceso, en un período de 55 años (1956 a 2011) el precio de la tierra agrícola (de muy buena calidad) en Argentina, aumentó a un ritmo promedio de 3,5% acumulativo anual en términos reales.

La Cámara Argentina de Inmobiliarias Rurales (CAIR), institución que analiza la evolución de ese mercado, estima que la actividad se encuentra en el mínimo histórico desde que se computa el InCAIR (índice de actividad que estima la Cámara)¹². En su último informe de diciembre de 2023, el índice se ubicó en 21,52/100 lo que muestra que la incertidumbre económica tuvo más fuerza frente a las eventuales expectativas positivas del mercado.

En el caso de Uruguay, la información reportada por DIEA-MGAP para el promedio¹³ de las transacciones de tierras muestra que se verificó una muy fuerte valorización de los campos a partir de 2004 y hasta el 2014. A partir de 2015 comenzó un ajuste a la baja pero con un comportamiento un tanto errático, consecuencia seguramente de un bajo número de transacciones en donde la calidad y la localización de los campos comercializados tienen una gran influencia en los valores medios.

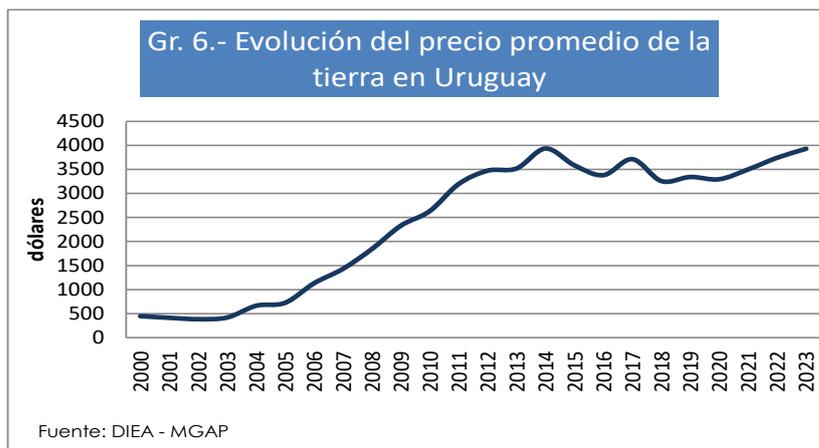
En 2021 el precio de la tierra parece retomar su tendencia histórica de crecimiento, al aumentar un 6,2% respecto del año anterior. En 2022 el precio medio vuelve a crecer en este caso 6,9%, verificándose un aumento significativo en las superficies transadas anualmente, lo que indicaría un mayor nivel de actividad en un mercado en alza. El último informe de "Precio de la Tierra" de DIEA, publicado el 15 de abril de 2024 da cuenta de un nuevo incremento en los valores para el año de 2023 respecto del año anterior, en este caso del 1,1%.

Estos últimos aumentos en los valores de la tierra se podrían explicar en parte como consecuencia del repunte de los precios internacionales, por el fortalecimiento del peso uruguayo con respecto al dólar, moneda con la que se realizan las transacciones de campos, así como también por la alta inflación internacional.

¹². El "Índice de actividad del mercado inmobiliario rural" (InCAIR) es un índice mensual que refleja la "actividad" del mercado. Se toma como base de referencia máxima 100 puntos, correspondientes al pico de máxima actividad histórica. No refleja precios/valores, solo actividad de mercado. Se comenzó a medir a partir del mes de noviembre del 2013.

¹³. El valor refiere al promedio ponderado de las ventas de tierra, por tal motivo el mismo puede estar influenciado por la proporción de las diferentes calidades comercializadas en cada año.

¹⁴. SERAGRO, Agroclaro, Consur y operadores privados



Existen otras fuentes de información realizadas por consultoras y operadores del mercado¹⁴, que utilizando diferentes criterios de tasación estiman valores de campos de características similares y teniendo en cuenta los diferentes destinos productivos. Las metodologías más utilizadas son: la comparación

de ventas reales de campos similares y la valuación según las rentas esperadas. En general el valor de mercado surge de la integración de ambas metodologías. Del estudio de varias tasaciones de campos a las cuales CARE tuvo acceso, los resultados obtenidos están alineados con la información suministrada por DIEA.

Existe una proporcionalidad comprobada¹⁵ 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. 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 más de 50 años (1970 a 2023) la variación anual en períodos de 20, en donde se observa lo siguiente:

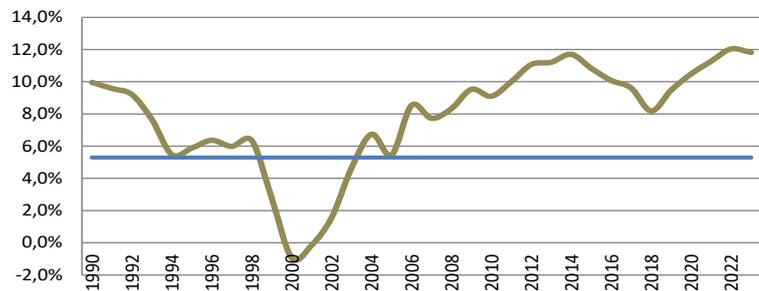
- En promedio, la evolución anual del precio de la tierra en períodos móviles de 20 años fue de 7,9%.
- La tasa anual de crecimiento solamente fue menor al 3,5% para el caso de los campos que se vendieran en 1999 y 2002, o sea que se hubieran comprado en 1979 y 1982.
- Para el resto del período, el crecimiento anual del precio de la tierra supera siempre el 3,5%.

Si el mismo análisis se realiza para períodos de 30 años la tasa de crecimiento anual cae levemente (7,3%), y el mínimo crecimiento anual es de 5% y 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 12% de crecimiento anual).

¹⁵ B. Lanfranco y G. Sapriza (Serie Técnica N° 187 de INIA, "El índice CONEAT como medida de productividad y valor de la tierra" 2011)

Gr. 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

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 Unidos¹⁶, 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.

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

¹⁶ La inflación en EEUU aún está levemente por encima de su nivel histórico, aunque se espera que en breve vuelva su nivel.

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)¹⁷ 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. Adrián Tamber

¹⁷. **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.**