

**ACTUALIZACIÓN DE
CALIFICACIÓN DE RIESGO DE
CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN
EN EL DOMINIO FIDUCIARIO DEL
“FIDEICOMISO FINANCIERO
TIERRAS IRRIGADAS”**

Montevideo, marzo de 2023

4	RESUMEN GENERAL
7	I INTRODUCCIÓN
12	II EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACION
14	III LA ADMINISTRACION
19	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO DE FONDOS
25	V EL ENTORNO
36	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

Calificación de Oferta Pública 27 - marzo - 2023

Denominación:	Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas
Fiduciario:	TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A.
Fideicomitente/Operador:	Bearing Agro
Agente de Registro y Pago:	TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A.
Entidad Representante:	Bolsa de Valores de Montevideo.
Títulos emitidos:	Certificados de participación
Moneda:	Dólares americanos
Importe de la emisión:	USD 50.000.000 (cincuenta millones de dólares).
Plazo :	15 años
Fecha de emisión:	9 de setiembre de 2016
Distribuciones:	Bianuales, con vencimientos el 15 de abril y el 15 de setiembre de cada año, cuando corresponda.
Activos del Fideicomiso:	Inmuebles rurales, infraestructura de riego, arrendamientos, entre otros.
Calificación de Riesgo:	BBB. uy
Vigencia de la calificación	30 de noviembre de 2023 ¹
Comité de Calificación:	Julio Preve, Martín Durán y Adrián Tamber.
Manual utilizado:	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros. de la finalización del período de gracia.

¹ . La Vigencia de la Calificación puede cambiar ante la aparición de hechos relevantes.

Resumen General

CARE ha actualizado la calificación de los certificados de participación en el dominio fiduciario del "Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas" manteniendo la calificación BBB.uy de grado inversor.

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 fuera analizado en el informe jurídico que se adjuntó en la primera calificación.
- Los informes del operador (Bearing Agro), muestran que los avances logrados están razonablemente alineados con el plan de negocios, aunque levemente por debajo de las proyecciones iniciales. En ese sentido, la empresa sigue mostrando capacidad de llevar adelante el proyecto. Se destaca que la misma empresa se encuentra administrando una segunda operación a través de una construcción financiera muy similar a ésta, que también viene siendo calificada por CARE.
- Un negocio que desde el punto de vista económico-financiero para el inversor, soportó los stresses ajenos al negocio a los que razonablemente la emisora y la calificadora sometieron el proyecto en oportunidad de la calificación original. Se presenta en esta oportunidad una nueva actualización del flujo financiero a diciembre de 2022 con información real hasta esa fecha proyectando una TIR del 4,9%, según la hipótesis más probable a juicio de CARE. Ese valor es menor a la estimada en el prospecto, pero se mantiene dentro de rangos razonables para la calificadora.
- Se destaca la alineación de incentivos entre el fideicomiso y el operador ya que este último adquirió certificados de participación por el 7,5% del monto total de la emisión con un total de 3,75 millones de dólares.
- Ya ha culminado la etapa de inversiones en campos y riego. El Fideicomiso tiene tres establecimientos por un total de unas 5.900 has, de las cuales se riegan aproximadamente 2.300 hectáreas de maíz y soja. El proyecto original suponía la compra de unas 6.800 hectáreas totales para regar unas 3.000; esa proyección no pudo cumplirse porque el precio de la tierra fue mayor al proyectado. En consecuencia las superficies sembradas y la producción que se viene obteniendo se encuentran por debajo de lo previsto en el prospecto. Asimismo, a diferencia de lo proyectado, las áreas de cultivos de invierno son menores a lo estimado inicialmente, lo cual tiene su explicación en la baja rentabilidad que han tenido esos cultivos en algunos años del pasado reciente.
- La zafra de verano 21/22 cerró con buenos rendimientos y la producción lograda pudo aprovechar los buenos precios de la coyuntura, que se encontraban por encima de las previsiones realizadas, dejando una renta para el fideicomiso de unos 1,6 millones de dólares. En la campaña de invierno 22/23 el operador sembró colza, la cual tuvo que ser regada por la sequía en buena parte del área. Los rendimientos también fueron buenos pero los precios obtenidos ya habían bajado al momento de la venta. Ese

cultivo dejó para el fideicomiso una renta de 32 mil dólares. Las superficies ganaderas y forestales (Montes del Plata) están también bajo explotación por parte de los arrendatarios.

- Para la zafra de verano 22/23 las perspectivas no son mayormente alentadoras debido a la importante sequía que viene ocurriendo en el país. Según informa el operador, las áreas de secano están muy afectadas, tanto en maíz como en soja y los rendimientos serán muy bajos. Las áreas de secano representan el 34% del total de la soja plantada, mientras que para el caso del maíz apenas el 11%. Por su parte las áreas con riego podrán tener rendimientos razonables, pero será variable según la cantidad de agua se le pudo dar al cultivo, según la disponibilidad de las represas. Por su parte, los precios podrían estar tonificados en la coyuntura, especialmente para el caso del maíz ya que la producción nacional estará muy por debajo de la demanda.
- Se presenta en esta oportunidad una nueva tasación de los campos del fideicomiso al 31 de diciembre de 2022. Considerando la tierra y las mejoras en riego el valor total ascendió a 57,64 millones de dólares, un 1,8% más alto que en el año anterior: Esta tasación merece algunas notas que se refieren en la Sección IV.
- Los precios de commodities agrícolas mostraron incrementos importantes durante 2021 y parte de 2022, como consecuencia de una serie de factores, entre los que se pueden citar los siguientes: el aumento de las importaciones de China impulsadas en gran medida por la reconstrucción gradual de la producción de carne de cerdo, la menor cosecha de granos en algunos países productores como consecuencia de la sequía (21/22 en el Cono Sur), y finalmente por los efectos de la guerra entre Ucrania y Rusia, ambos productores clave en el mercado internacional de granos, en especial de girasol, maíz y trigo. No obstante, el sector productor de alimentos, enfrenta hoy un mercado muy volátil, con precios en algunos casos relativamente elevados en la perspectiva histórica, pero con interrogantes respecto de lo que pasará en el mediano plazo, con los principales fundamentos que inciden en la formación de los precios: la evolución de la economía mundial, la inflación internacional, el comportamiento errático de China, el clima y por supuesto la guerra entre Rusia y Ucrania.
- A partir de julio de 2022, los precios de los productos agrícolas comenzaron a caer y si bien en general para muchos granos aún se encuentran por encima de los valores previos a las suba, se espera que sigan ajustando a la baja hasta 2024/2025 y luego podrían retomar su tendencia histórica de crecimiento moderado, seguramente positivo en términos nominales, pero por debajo de la inflación del dólar.
- Para el caso de la carne bovina, las perspectivas de largo plazo coinciden con las de los productos de la agricultura. Estas proyecciones de los precios a largo plazo están sujetas a incertidumbre, y no eliminan la realidad de las alzas a corto plazo y la volatilidad de los precios.

- Para el mercado de tierra agrícola, ésta presenta para el largo plazo tendencias de incremento en sus precios, como consecuencia del aumento sostenido de la demanda de alimentos y a que en general las posibilidades de expansión de la frontera agrícola está cada vez más limitada. Para el caso del Uruguay, los incrementos esperados en los precios de la tierra serán seguramente más moderados que los ocurridos en la década entre 2004 y 2014. No obstante, para el corto y mediano plazo podría verificarse una mejora en los valores nominales de la tierra, por encima de la tendencia de largo plazo, 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. La última información oficial (DIEA) refiere a los precios del año 2021, y mostró un incremento de un 6,2% en relación al 2020.
- Al momento de presentar este informe se ha instalado en el país una fuerte sequía que ha afectado la actividad agropecuaria en prácticamente todo el país. Si bien este proyecto en particular se sustenta en gran medida en la producción agrícola bajo riego, tiene también áreas de secano, ingresos ganaderos y rentas forestales, por lo que el fenómeno no le será totalmente ajeno. Estos riesgos han sido adecuadamente contemplados en los análisis de sensibilidad realizados.
- En cuanto a las políticas públicas sectoriales, no se perciben riesgos en este sentido.

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 Tierras Irrigadas”.

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 conferida no representa no obstante, una recomendación de compra 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 agrícola con infraestructura de riego, que su administración está mandatada a realizar. Admitido el rango de TIRs derivado de múltiples simulaciones razonables 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 depende estrictamente del alcance de las Tasas Internas de Retorno calculadas en el proyecto ni de los costos de oportunidad del capital de los inversores. En definitiva, la nota sigue 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 del 3 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: así como en el del regulador: www.bcu.gub.uy. El comité de calificación estuvo integrado en este caso por Julio Preve, Adrián Tamber y Martín Durán Martínez. El análisis de las contingencias jurídicas fue realizado por el Dr. Leandro Rama Sierra².

2. Antecedentes generales y hechos salientes del período

2.1. Antecedentes generales

El objeto principal del “Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas” fue la emisión de certificados de participación de oferta pública, a los efectos de obtener los recursos necesarios para ejecutar el plan de negocios del Fideicomiso, que consiste en la adquisición de inmuebles rurales con determinadas características y realizarles intervenciones en infraestructura de riego, a los efectos de darlos en aparcería para su explotación

². Disponible en la calificación original, www.care.com.uy.

Se trata de una estructura financiera de inversión a largo plazo respaldada por un activo tangible que aumenta de valor y un flujo de ingresos en base a un contrato de aparcería desarrollado mediante un plan de explotación llevado a cabo por el operador.

El Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas tiene como objetivo proveer a los inversores retornos a largo plazo, logrados esencialmente a través de la valorización del activo tierra, y a la vez, aunque en menor medida, del producto de aparcerías y por arrendamiento de esas tierras, siguiendo protocolos de inversión y administración.

El plazo del fideicomiso es de 15 años, pudiendo extenderse por tres años más.

Las principales características del proyecto son:

- Administración a cargo de Bearing Agro S.A, una compañía con probada habilidad, en la administración de inmuebles destinados a la actividad agrícola, con especialidad en riego.
- Se adquirieron aproximadamente 5.900 hectáreas en tres establecimientos, habiéndose ya culminado la etapa de compra de campos. El prospecto suponía la compra de unas 6.800 hectáreas totales, lo cual no fue posible ya que se proyectó un precio de 6.000 USD/ha y finalmente fue de 6.500.

Cuadro 1: Uso del suelo (prospecto vs real)				
Area	Prospecto		Real a diciembre 2022	
	Hectáreas	Porcentaje	Hectáreas	Porcentaje
Agricultura bajo riego	3.086	46%	2.334	40%
Agricultura de secano	1.322	19%	786	13%
Ganadería	1.662	25%	1.658	28%
Forestación	-	0%	259	4%
Caminos, reservas, etc.	712	10%	865	15%
TOTAL	6.782	100%	5.902	100%

Fuente: El Operador

- La menor superficie adquirida determinó que el potencial productivo fuera menor, no obstante se mantuvieron razonablemente los porcentajes de agricultura y de áreas regadas.
- Respecto del ingreso bruto total estimado, y para valores promedios de la tierra y de los productos agrícolas de las diferentes simulaciones, aproximadamente un 75% correspondería a la venta de la tierra al final del proyecto, y un 25 % a los ingresos por aparcería.
- En mayo de 2017 se tomó posesión del primer campo (Las Acacias) con una superficie de 1.730 has. En ese predio se instalaron 10 pivots y se está regando desde la zafra 2018/19
- El 31 de mayo de 2018 se tomó posesión del segundo predio (Santa Elena) también ubicado en Soriano y con una superficie de 2.768 has. En ese predio se han instalado 14 pivots y se comenzó a regar en diciembre de 2019.

- El tercer predio (Selva Negra) tiene una superficie de 1.400 hectáreas, habiéndose tomado posesión del mismo el 31 de mayo de 2018. En este predio se instalaron 9 pivots y se comenzó a regar en la zafra 20/21.
- La superficie ganadera es explotada por terceros, siendo la superficie total destinada a esta actividad de 1.296 hectáreas entre los tres predios. Asimismo, en dos de los predios hay áreas destinadas a la forestación (293 has), actividad que es realizada a través de un arrendamiento a la empresa Montes del Plata. En todos los casos ya hay contratos firmados.
- En lo referente a las obras de infraestructura y riego en los campos las inversiones ya han culminado y se encuentran totalmente operativas.
- En noviembre de 2020 se realizó una asamblea de beneficiarios a los efectos de aprobar una modificación del contrato de Fideicomiso, lo que fuera aprobado por unanimidad. Las principales modificaciones refieren a la remuneración de los contratos de aparcería en los cultivos de invierno que podrá acordarse en cada oportunidad y la autorización a realizar arrendamientos agrícolas con terceros.
- El 6 de abril de 2021 se realizó una asamblea de beneficiarios en la cual se acordó que el Fideicomiso contratara en forma directa el arrendamiento de algunas áreas ganaderas y también el casco de uno de los establecimientos.
- En junio de 2022 culminó el proceso de cambio en el directorio de Bearing Agro el cual se efectivizó a partir del 11 de agosto de 2022. Estos cambios no alteran el juicio favorable al funcionamiento de la firma administradora
- La última tasación de los campos del Fideicomiso se realizó a octubre de 2021, mostrando un aumento del 2,51% respecto del año anterior. El valor de los campos según la última tasación, es de 56,63 millones de dólares, y se mantiene por encima de la emisión.

2.2. Hechos salientes del Período

- En la zafra de cultivos de verano 21/22 se sembraron en los campos del fideicomiso unas 1.980 hectáreas de soja, un 15% más que el año anterior. Los rendimientos fueron muy buenos como consecuencia de un clima favorable. También se sembraron en el verano 21/22 unas 1.050 hectáreas de maíz, un 19% menos que el año anterior. En este rubro, el cultivo requirió riego durante todo el período, obteniéndose muy buenos rendimientos. Las áreas sin riego rindieron la mitad que lo regado, sin embargo como la mayor parte del maíz está bajo riego el rendimiento promedio fue muy bueno.

Cuadro 2: Área de cultivos de verano y rendimientos de la zafra 21/22

Cultivo	Hás	Rendimiento tt/ha	Producción Toneladas	Renta Agrícola USD
Soja	1.933	3,24	6.268	790.291
Maiz	1.050	12,04	12.646	810.176
Trebol Rojo	96	0,60	58	33.952
Avena	114	0,87	99	9.108
TOTAL	3.193		19.071	1.643.527

Fuente: El operador

Nota: renta del Fideicomiso es el 23% de la producción, excepto en el trbol que es la base (600 Kg soja)

- Las rentas para el fideicomiso, que corresponden al 23% de lo producido y vendido de soja, maíz y avena y a la renta base mínima (600 kg de soja) para el trébol, alcanzaron a los 1,64 millones de dólares, una cifra muy superior a la del año anterior, por mayor producción y mejores precios.
- También hay plantadas 96 há de trébol rojo con destino a la obtención de semilla para la exportación en contra-estación a Francia. En el resto del área agrícola se realizaron cultivos de puente verde (avena negra o centeno).
- En el año 2022, en lo que refiere a cultivos de invierno el operador plantó unas 500 hectáreas de colza, logrando también buenos rendimientos. Hubo que regar, incluso más de lo previsto ya que el invierno y la primavera fueron muy secas. El agua utilizada no se repuso por falta de lluvias, lo que redujo la disponibilidad de las represas para los cultivos de verano.

Cuadro 3: Área de cultivos de invierno y rendimientos zafra 22/23

Cultivo	Hás	Rendimiento tt/ha	Producción Toneladas	Renta Agrícola USD
Colza	501	2,14	1.072	31.978
TOTAL	501		1.072	31.978

Fuente: El operador

Nota: Renta del Fideicomiso es el 50% del margen neto del cultivo

- En el caso de la colza, el acuerdo con el fideicomiso por el pago de la renta fue el 50% del margen neto para cada uno. En este caso la renta por los cultivos de invierno para el fideicomiso fue de casi 32 mil dólares.
- Para la zafra de verano 22/23, se sembraron unas 1900 has de soja de las cuales un 66% se regaron y 1140 has de maíz, un 89% regado.
- El operador informa que se cerraría la cosecha de maíz con rindes algo por debajo de lo presupuestado (10%), lo que podría ser compensando por un mejor escenario de precios ya que habrá poca oferta en la región. La baja de producción se explica principalmente por los rindes extremadamente bajos de las áreas de secano y la falta de aporte de lluvia, incluso en las áreas irrigadas.

- En lo que respecta a soja, el impacto de la sequía habría sido muy importante, afectando significativamente casi toda el área de secano. La soja bajo riego presenta situaciones variadas en función del agua recibida que fue diferente de acuerdo a la situación inicial de las represas. En el caso de la soja la producción podrá ser la mitad de la proyectada.

Cuadro 4: Área de cultivos y rendimientos de la zafra de verano 22/23

Cultivo	Hás	Rendimiento esperado tt/ha	Producción esperada tons
Soja de primera con riego	796	2.919	4.245
Soja de primera secano	589	1.000	
Soja de segunda con riego	446	2.864	
Soja de segunda secano	55	1.000	
Maiz con riego	1.022	10.000	10.454
Maiz secano	117	2.000	
Total	3.025	19.783	14.699

Fuente: CARE en base a información del operador

1. Información analizada

La información analizada fue la siguiente:

- Información de carácter general y sectorial, de fuentes nacionales e internacionales, citadas en la realización de las Secciones IV y V, como notas al pie.
- Informes del aparcero/operador al 31 de diciembre de 2022
- Flujo de fondos ajustado a diciembre de 2022
- Tasaciones al diciembre de 2022.
- Informes de cosecha del Comité de Vigilancia.
- Estados Contables intermedios del Fiduciario al 30/06/2022.
- Estados Contables del Fideicomiso al 31/12/2022³.
- Estados Contables de Bearing Agro al 30/06/2022.

³. CARE debe recibir aun documentos definitivos

II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

Se ofrecieron en oferta pública certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas, 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 Tierras Irrigadas
Fiduciario:	TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A.
Operador:	Bearing Agro S.A.
Agente de Registro y Pago:	TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A.
Entidad Representante:	Bolsa de Valores de Montevideo.
Cotización bursátil:	Bolsa de Valores de Montevideo.
Títulos emitidos:	Certificados de participación
Activos del Fideicomiso:	Inmuebles rurales, infraestructura de riego, aparcería, entre otros.
Fecha del llamado público a suscripción:	9 de setiembre de 2016
Moneda:	Dólares
Importe de la Emisión:	USD 50.000.000 (en el tramo mayorista se colocaron USD 46.250.000 y en el tramo minorista USD 3.750.000)
Plazo:	15 años
Distribuciones:	Bianuales, con vencimientos el 15 de abril y el 15 de setiembre de cada año.
Calificación de Riesgo:	BBB. uy

2. Análisis jurídico

El análisis jurídico se agregó en el Anexo I de la calificación original (Informe de Contingencias Jurídicas, véase en www.care.com.uy). El mismo procura descartar cualquier eventualidad de conflictos derivados por ejemplo de la construcción jurídica, los contratos respectivos, el cumplimiento con las normas vigentes, etc.

Concluye: "...se cumplen las disposiciones legales y reglamentarias disciplinadas para el fideicomiso financiero, tanto en cuanto a su constitución formal y aspectos relacionados con la capacidad de los contrayentes. En cuanto al fondo, no apreciamos problemas estructurales que comprometan en forma insalvable el cumplimiento del pago puntual y total de los Certificados de Participación a ser emitidos."

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 y dado el tiempo transcurrido sin conflictos, *se concluye que el riesgo jurídico de estructura es 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 y 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: TMF Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A. (TMF) en su condición de emisora y fiduciaria del fideicomiso financiero, y Bearing Agro S.A en su triple condición de agente, aparcerero y fideicomitente. Se trata de evaluar la capacidad de gestionar, de administrar un patrimonio, para lograr el cumplimiento de las obligaciones de administración que se establecen en el contrato que constituye el fideicomiso. Integra este análisis el ajuste de la fiduciaria a las disposiciones nacionales jurídicas vigentes.

1. TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A.

TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A. tiene por objeto la administración de fondos de inversión de acuerdo con lo establecido en la Ley No. 16.774, a su vez puede actuar como fiduciario en todo tipo de fideicomisos, de acuerdo con la Ley No. 17.703.

Con fecha 28 de junio de 2011 se produjo la fusión de la estructura de las principales participaciones de Equity Trust Group y el grupo de compañías encabezadas por la sociedad limitada de origen holandés TMF Group Hold Co B.V. ("Grupo TMF"). La Sociedad forma parte del Grupo TMF siendo su único accionista y controladora directa Equity Trust (Netherlands) B.V. hasta el 25 de abril de 2014 fecha en la que el Directorio de la Sociedad, producto de la fusión por absorción mencionada anteriormente, resolvió emitir título accionario a favor de TMF Group B.V. pasando a ser este último, el único accionista y controlador directo de la Sociedad.

TMF Uruguay

TMF Uruguay AFISA está autorizada por el Banco Central del Uruguay para desarrollar actividades como fiduciario financiero en Uruguay desde el 3 de mayo de 2007. Es una sociedad anónima uruguaya independiente, de capitales privados, cuyo único accionista es TMF Group B.V. según consta en los registros del BCU.

De acuerdo al Acta de Asamblea Extraordinaria de Accionistas del 3 de julio de 2012 se resolvió el cambio de estatutos de la Sociedad sustituyendo el nombre de Equity Trust Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A. por su denominación actual. La reforma de estatutos fue aprobada por la Auditoría Interna de la Nación en enero de 2013 e inscrita en el Registro Público de Comercio el 25 de febrero de 2013 siendo publicado en el Diario Oficial el 3 de abril del mismo año.

Un resumen de los principales rubros del estado de situación y resultados intermedios al 30/6/22 y su comparativo con ejercicios anteriores se presenta en los cuadros siguientes.

Cuadro 5: Estado de Situación (en miles de \$)

Concepto	30/6/2022	31/12/2021	31/12/2020
Activo	138.981	146.260	110.882
Activo Corriente	17.380	14.304	3.734
Activo no Corriente	121.600	131.956	107.148
Pasivo	117.482	126.840	94.986
Pasivo Corriente	11.591	10.189	23.878
Pasivo no Corriente	105.891	116.650	71.108
Patrimonio	21.499	19.421	15.895
Pasivo y Patrimonio	138.981	146.260	110.882
Razón Corriente	1,50	1,40	0,16

Fuente: EE.CC TMF

Cuadro 6: Estado de Resultados (en miles de \$)

Concepto	30/6/2022	30/6/2021	31/12/2021
Ingresos operativos	15.468	12.983	27.336
Costo Servicios Prestados	(3.078)	(2.041)	(4.452)
Resultado Bruto	12.390	10.942	22.884
Gastos Administración y Vtas.	(5.616)	(5.926)	(11.388)
Resultado Operativo	6.774	5.016	11.496
Resultado Financiero	(3.121)	(1.489)	(4.792)
IRAE	(1.575)	(1.666)	(3.178)
Resultado del Periodo	2.078	1.861	3.526

Fuente: EE.CC TMF

Como se desprende de los cuadros precedentes, la firma mantiene patrimonio positivo. Se destaca que TMF forma parte de un grupo empresarial mucho más amplio y mantiene transacciones significativas con empresas de dicho grupo; por lo tanto los resultados que acá se exponen no son necesariamente indicativos de los resultados que hubiera obtenido de no ser así.

Al 30/6/22, TMF Uruguay AFISA administraba varios fideicomisos financieros que operan en diversas áreas y varios fideicomisos de administración y garantía. Su actividad en Uruguay es creciente lo que se refleja en la facturación.

Se concluye entonces que la firma posee la organización y el respaldo necesarios para llevar adelante la tarea de administradora fiduciaria de este emprendimiento.

2. Bearing Agro S.A.

Se trata en este caso de la evaluación acerca de su capacidad de ejecutar el proyecto productivo. Bearing Agro SA es una sociedad uruguaya, pero con conexiones en el exterior, dedicada fundamentalmente a la actividad agrícola, similar a la que se compromete a realizar en esta operación. Una muy completa información de sus antecedentes y actividad se incluyó en el informe de calificación original. En esa ocasión, CARE formó su juicio a través de la información proporcionada por la firma a través del Prospecto informativo, de sus EE.CC y a través de reuniones personales con los principales de la misma; entrevistas en la empresa con directivos y administradores de campos; verificaciones de reputación mediante entrevistas a informantes calificados, y visitas realizadas oportunamente, tanto del Comité de Calificación como del técnico contratado a estos efectos., pero fundamentalmente a través de

la experiencia de haber calificado esta y otra operación totalmente análoga a ésta cuya emisión autorizada es de u\$s 150 millones. Ambos, hasta la fecha, vienen cumpliendo satisfactoriamente con su plan de negocio.

Todos estos aspectos, que incluyeron la constatación de una estructura de gobernanza adecuada y de estilo en estos casos, compusieron la opinión del Comité. Estos se mantienen, en lo sustancial, incambiados por lo que se considera innecesario reiterarlo en esta ocasión y los interesados pueden consultar dicho informe.

Bearing, en tanto sponsor del proyecto, es también Fideicomitente comprometiéndose a aportar hasta USD 3.75 millones lo que ya ha integrado en tiempo y forma. En el otro fideicomiso mencionado, su compromiso es adquirir CP's por un monto mínimo de USD 5.625 millones según se vaya emitiendo.

En consecuencia, y salvo que surjan hechos que ameriten un cambio de opinión del Comité, en esta sección nos limitaremos a realizar un seguimiento de la firma, en Uruguay, en sus aspectos económico financieros y staff profesional de forma de evaluar su condición de seguir prestando las funciones comprometidas en esta operación.

Sin que implique cambiar el juicio favorable a la capacidad de gestión de la firma expresado líneas arriba, es importante destacar un cambio producido en el periodo. En efecto, algunos de los accionistas presentes al momento de lanzarse esta operación (caso de Francisco Rodríguez Pitt y Michael Stewart entre otros) vendieron su participación accionaria a otros accionistas que ya cumplían funciones en la empresa como por ejemplo Carlos Obrien y Enrique Garbino entre otros. Esta operación, culminada en junio de 2022 determinó un cambio en el directorio de Bearing Agro a partir del 11 de agosto de 2022 que quedó conformado de la siguiente manera: Carlos Obrien; Alain Gaudri; Luc Richard y Enrique Garbino. Se reitera que estos cambios no alteran el juicio favorable al funcionamiento de la firma administradora, entre otras cosas porque mantiene las figuras clave y porque, como se ha mencionado, la evolución de ambos proyectos es el mejor indicador de gestión.

También se informa que a partir de enero de 2022, Mauricio Solares pasó a desempeñarse como gerente financiero.

Situación económico financiera

La firma cierra ejercicio el 30 de junio de cada año siguiendo la lógica de los ejercicios agropecuarios. El último balance que CARE tuvo a la vista corresponde al ejercicio cerrado el 30/6/22 con informe de auditoría. Presenta un resultado positivo y la situación patrimonial continúa siendo sólida.

En conclusión, este Comité considera que Bearing Agro S.A. sigue estando en condiciones de realizar satisfactoriamente aquellas acciones que posibiliten el cumplimiento del plan de negocios del presente fideicomiso el que, por otra parte, se viene desarrollando razonablemente de acuerdo a lo previsto.

El Fideicomiso

El Fideicomiso se constituyó mediante contrato celebrado el 15/3/2016; la suscripción de los certificados de participación (CP's) se realizó el 9/9/2016 por un total de 50.000 CP's por un valor nominal de USD 1.000 cada uno lo que hace el total anunciado de USD 50 millones.

De ese total, 46.250 CP's fueron adjudicados a beneficiarios institucionales mientras que los restantes 3.750 fueron adjudicados a Bearing Agro SA, ratificando así su compromiso con el proyecto. La emisión fue totalmente integrada y las inversiones propuestas culminadas, por lo que el Fideicomiso se encuentra en la etapa de gestión de las mismas.

El estado de situación y resultados del fideicomiso al término del año 2022 se presenta en los cuadros siguientes:

Cuadro 7: Estado de Situación del Fideicomiso (miles USD)			
Rubros	31/12/2022	31/12/2021	31/12/2020
Activo	59.148	57.654	56.242
Activo Corriente	1.187	692	630
Activo no Corriente	57.961	56.962	55.612
Pasivo	1.894	3.667	4.081
Pasivo Corriente	271	278	326
Pasivo no Corriente	1.623	3.389	3.755
Patrimonio	57.254	53.987	52.161
Pasivo y Patrimonio	59.148	57.654	56.242
Razón Corriente	4,38	2,49	1,93

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Puede comprobarse, una vez más, que el patrimonio contable es consistente con el capital integrado y los resultados obtenidos, superando el monto de la emisión recibida.

El portafolio de inversiones no se ha modificado y sigue constando de tres establecimientos (11 padrones), todos ellos ubicados en el Departamento de Soriano y que totalizan unas 5.900 hectáreas.

La tasación de los campos a valor razonable de fin de ejercicio, determinó una revaluación de algo más de USD 1 millón tal como se puede apreciar en el cuadro de resultados siguiente.

Cuadro 8: Estado de Resultados del Fideicomiso (miles USD)			
Rubros	31/12/2022	31/12/2021	31/12/2020
Ingresos operativos	2.146	1.157	1.521
Valuación propiedades	1.018	1.389	(1.286)
Costo de ventas			(424)
Resultado Bruto	3.164	2.546	(189)
Gastos de Administración	(383)	(422)	(432)
Resultado Operativo	2.781	2.124	(621)
Resultado Financiero	1	(9)	120
Resultado antes IRAE	2.782	2.115	(501)
IRAE	1.686	(289)	(75)
Resultado del período	4.467	1.826	(576)

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Los ingresos operativos del último ejercicio son sensiblemente mayores a los del ejercicio anterior, así como los resultados contables.

Todos estos aspectos se analizan con mayor profundidad en otra sección de este informe.

4. Riesgos considerados:

Riesgo jurídico, por incumplimiento de alguna disposición por parte del fiduciario o del aparcerero, agente o fideicomitente. El mismo se encuentra pormenorizadamente analizado y acotado en los contratos analizados. *Riesgo muy bajo.*

Riesgo administración, considerando la idoneidad para cumplir con la función de TMF Uruguay AFISA y Bearing Agro S.A. En virtud de todos los análisis practicados incluso in situ por el propio comité; teniendo presente asimismo su reputación en el medio en el que actúa; considerando su experiencia previa; considerando de modo especial su compromiso con el proyecto y que a la fecha ha cumplido con la fase inicial de adquisición de tierras; teniendo presente el seguimiento que hará el Fiduciario de aspectos centrales para su desempeño así como el Comité de Vigilancia con amplias atribuciones; se considera que el riesgo de incumplimiento de la administradora con las responsabilidades del proyecto está muy bien delimitado. *Riesgo casi nulo.*

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 (Bearing) no pudieran resolverlos a satisfacción del proyecto. *Riesgo muy bajo.*

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

Riesgo por cambio de administrador, se encuentra acotado por el importante grado de involucramiento del mismo en el negocio. *Riesgo bajo.*

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

1. Bienes fideicomitidos y aspectos descriptivos del proyecto

El Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas fue constituido con el objeto de adquirir inmuebles rurales en las zonas de mejores tierras del país, con aptitud agrícola, en los cuales se incorpora valor a través de la instalación en los mismos de sistemas de riego, con cargo al patrimonio fiduciario. Las inversiones en riego determinan un aumento en la producción y con ello producen un incremento en el valor de la hectárea.

Como ya fuera comentado, la compra de tierras fue menor a la estimada inicialmente en el prospecto, lo que determinó un ajuste a la baja en las superficies agrícolas y de riego. En el siguiente cuadro se presentan los ingresos actuales referidos año 2022 en base a las actuales áreas de explotación y se comparan con lo que estaba establecido en el proyecto.

Cuadro 9: Producción e ingresos reales y proyectados del Fideicomiso					
Producción	Prospecto		Real a diciembre 2022		
	Area (has)	USD Totales	Area (has)	USD Totales	USD/ha
Agricultura	4.408	2.543.286	3.120	1.735.035	556
Ganadería	1.662	155.871	1.658	230.448	139
Forestación	-	-	259	52.667	203
Otros	712	-	865	5.528	
TOTAL	6.782	2.699.157	5.902	2.023.678	343

Fuente: en base a información del Fiduciario

Como se puede observar, los ingresos actuales del fideicomiso se encontrarían un 24% por debajo de lo establecido en el prospecto. Este menor ingreso derivado de las rentas recibidas determinó una reducción en la TIR esperada del proyecto.

Asimismo, dado que a partir de 2016 los cultivos de invierno presentaron un margen ajustado y en la mayoría de los casos deficitario como consecuencia de los precios internacionales, en el año 2020, en conjunto con el comité de vigilancia y el fiduciario, se tomó la decisión de plantar menos área de invierno y modificar el cálculo de las rentas, pasando a repartir el margen de utilidades del cultivo y dejando de lado el 23% de la producción bruta.

Finalmente la demora en la entrada plena de la explotación de los campos y la realización de todas las inversiones, también atentó contra la TIR del proyecto.

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

Las proyecciones económicas del prospecto, se presentaron por un período igual a la duración del fideicomiso, o sea 15 años, sin considerar la posibilidad de variación de los tres años previstos.

En esta oportunidad el operador presentó un nuevo ajuste en el modelo financiero, al 31 de diciembre de 2022, con información real hasta esta fecha y proyectando hasta la finalización del Fideicomiso.

Los supuestos utilizados en esta última proyección fueron los siguientes:

- Se consideró la inversión real, y los resultados efectivos hasta el 31 de diciembre de 2022.
- Los precios y los rendimientos esperados a juicio de CARE resultan razonables. Los precios son los estimados para 2022/23 y luego se reducen en 2023 (un 25% para el maíz y un 13% para la soja), para luego empezar a crecer. Los rendimientos son razonablemente los que se están logrando y se mantienen hasta la finalización del fideicomiso.
- El crecimiento esperado en el precio de los commodities se supuso en un 5% nominal.
- Un aumento del precio de la tierra del 5,5% anual.
- Bajo estos supuestos, la TIR del inversor se ubicaría en 6,20%.

Un aumento sostenido en los precios de los commodities del 5% al igual que un incremento del 5,5% en el precio de la tierra para CARE resulta optimista, a la luz de lo ocurrido en los años más recientes y comparándolo con las perspectivas de mediano y largo plazo que reportan las fuentes internacionales habitualmente consultadas por CARE⁵.

Para la Calificadora, un valor razonable de incremento anual del precio de la tierra debería contemplar a la inflación americana de largo plazo (2%) más el incremento en la productividad de la tierra (aproximadamente un 2%); por tal motivo el incremento de largo plazo⁴ en el precio de la tierra podría ubicarse entre 3,5 y 4%, sin contar la valorización debida a la incorporación de la infraestructura de riego. Los actuales guarismos de inflación en Estados Unidos no ameritan aún un cambio en los conceptos expresados líneas arriba, ya que persisten los esfuerzos en volver a los valores históricos.

Cabe subrayar que en el prospecto se ha fundamentado no solo la valoración esperada de la tierra, sino el plus que significa el agregarle una infraestructura de riego, apelando a fuentes internacionales. Como se expresa en el cuadro 13 de la Sección V, la bibliografía internacional muestra ejemplos de la existencia de diferencias importantes entre los valores de las tierras regadas y las no regadas, del orden del 30-40% (USDA)⁶. No existe información nacional al respecto.

Asimismo, a juicio de CARE proyectar un 5% de incremento en los precios de los productos agrícolas y de esta forma determinar la evolución del ingreso por aparcerías, es más alto que el esperado por las diversas fuentes consultadas. Estas fuentes coinciden en que la recuperación de los precios en el mediano plazo -una vez que se alcance el nuevo equilibrio- evolucionarían en forma positiva pero posiblemente por debajo de la inflación del dólar. No obstante el modelo financiero no considera incrementos en los rendimientos, lo que seguramente debería ocurrir y de esta forma el incremento de los ingresos por los contratos de aparcería del fideicomiso podrían llegar a verse incrementados, tal vez en un guarismo cercano al 3%.

Finalmente, cabe destacar que no habrá vacancia en cuanto a la explotación de los campos (al menos en el área agrícola) ya que el contrato de aparcería cubre la totalidad del período y hasta la extinción del Fideicomiso.

⁴. Actualmente la inflación americana sigue por encima de ese valor, pero la FED mantiene su expectativa de lograr en el mediano plazo estabilizarla en ese entorno.

⁵. Land Values 2022 Summary, Agosto de 2022, USDA

⁶. FAO-OCDE, USDA y Banco Mundial, Ver Capítulo V.

2.1 Análisis de sensibilidad bajo diferentes variaciones de precios de la tierra y de los productos

Se realizaron diversas sensibilizaciones por parte de CARE, a los efectos de analizar en qué medida una menor o nula valorización del precio de la tierra o del valor de los arrendamientos afectarían el retorno del inversor.

En el siguiente cuadro se expone la respuesta del retorno del inversor según variaciones en las proyecciones de precio de los granos y de evolución del precio de la tierra, en el entendido que esas son las principales variables que afectan la rentabilidad. Por otra parte, el plan de negocios intenta acotar otras variables de riesgo como la variabilidad de los precios y los eventos climáticos, a través de instrumentos de cobertura de precios para reducir su volatilidad y la contratación de seguros ante eventos climáticos adversos.

Cuadro 10. Sensibilidad de la TIR a la tasa de crecimiento anual del precio de la tierra y de los granos

Variación del precio de la Tierra	Variación del precio de los granos			
	0,00%	2,00%	3,00%	4,00%
0,0%	1,8%	1,9%	2,0%	2,1%
2,0%	3,2%	3,3%	3,4%	3,5%
3,0%	4,0%	4,1%	4,1%	4,2%
4,0%	4,8%	4,9%	4,9%	5,0%
5,5%	6,0%	6,1%	6,1%	6,2%

Fuente: CARE en base al Modelo financiero

Se observa que en el escenario más desfavorable, (con una valorización nula en los precios de la tierra y en los de los granos), la TIR del inversor se situaría en 1,4%. Vale la pena mencionar que este escenario es de muy baja probabilidad, ya que el precio de la tierra ha evidenciado en Uruguay una tendencia de largo plazo creciente; además hoy el valor de la tierra es mayor a la emisión o sea que debería mostrar una tasa negativa de crecimiento para el futuro. Para el caso de los precios los especialistas coinciden en que si bien los precios de los granos caerán respecto de 2022, luego mostrarán incrementos moderados, aunque probablemente por debajo de la inflación histórica de EEUU. (véase la Sección V); por lo que un panorama de mantenimiento de los precios nominales sería muy poco probable.

El efecto de la baja en las proyecciones de precios y rendimiento es reducido en términos de TIR. Esto se debe a que el principal determinante del retorno de la inversión está asociado a la apreciación de la tierra y en menor medida a los ingresos por aparcería.

El escenario más probable, como ya fuera comentado podría suponer un aumento de un 4% en los precios de la tierra (considerando que son tierras irrigadas) y un 3% en los ingresos; este escenario arrojaría una TIR del 4,9%.

2.2 Tasas de crecimiento en los precios de la tierra

Estas proyecciones suponen para el caso de la tierra un aumento del precio desde el momento de la compra y hasta la finalización del fideicomiso, momento en el cual se verifica el ingreso para el fideicomiso. En este sentido es de interés analizar cómo ha sido hasta ahora la trayectoria de los precios de la tierra y cual debería ser la tasa anual de crecimiento para lograr la rentabilidad esperada.

En el cuadro 11 se presentan los resultados obtenidos. Partiendo del valor de compra incluyendo las inversiones en riego realizadas en los predios, se calcula la tasa anual de aumento en el precio ocurrida hasta el presente (diciembre 2022), utilizando para ello el resultado de las tasaciones; y también se calcula la tasa que debería ocurrir hasta la finalización del fideicomiso para alcanzar la TIR estimada por el Operador y la que para CARE sería la más probable.

Cuadro 11. Tasa de valorización de la tierra necesaria para alcanzar la TIR más probable

TIR Esperada	Precio de compra. Precio promedio	Tasa anual de aumento	Tasa anual de aumento
	tierra+inv Riego a dic 22 (USD/ha)	de precio de la tierra (2018-2022) (USD/ha)	de precio de la tierra (2023-31)
6,20%	8.561	9.767	2,7%
4,90%	8.561	9.767	5,2%

Fuente: CARE en base a informes de Tasaciones

Según surge del cuadro, la tasa anual de crecimiento en el precio de la tierra desde la compra de los predios y hasta la fecha actual ha sido del 2,7%, considerando los valores registrados en la última tasación. Para alcanzar la TIR del 6,20% (un aumento del valor de la tierra del 5,5% anual en todo el período), la tasa desde 2023 y hasta la finalización del fideicomiso debería ser de 7,7%, que resultaría bastante elevada. Por otra parte, para alcanzar una TIR del 4,9% (tasa de aumento del 4% en todo el período), el precio de la tierra debería crecer durante los próximos 9 años a una tasa del 5,2% anual. Este último guarismo parece más alcanzable.

Estas estimaciones se realizan considerando las tasaciones realizadas hasta la fecha, que podrían o no estar ajustadas a la realidad de estos campos, ya que por ejemplo llama la atención el escaso aumento que han mostrado los valores de la tasadora en los últimos años.

3. Nueva estimación del Costo de Oportunidad del Capital

El costo de oportunidad del capital propio teóricamente pone un piso a la rentabilidad esperada de un proyecto y es el indicador clave para descontar los flujos de fondos esperados. En este sentido CARE realizó una actualización de la estimación del costo de oportunidad del capital, utilizando el modelo de valoración CAPM (Capital Asset Pricing Model) y, siguiendo a Damodaran⁷ se adicionó a éste una prima que contempla el riesgo específico del mercado en el que se ejecuta el proyecto (se consideró el riesgo país en este caso). En consecuencia para el cálculo del costo de los fondos propios se aplica la siguiente fórmula:

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

Donde:

β_{im} : Riesgo sistemático propio respecto del riesgo de mercado. El valor beta es el proporcionado por Damodaran para la producción primaria de bienes agrícolas.

⁷. A. Damodaran, "Estimating Equity Risk Premiums" Stern School of Business.

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

E (Rm) – Rf: Prima de Riesgo del mercado. Es el premio por el riesgo específico al mercado con el que se compara el proyecto (La diferencia del rendimiento de los activos de renta variable y la tasa libre de riesgo). Para estimar el rendimiento de los activos de renta variable se considera la prima de riesgo del mercado accionario, suministrado por Damodaran (Equity Risk Premium de S&P 500)

Erp: Prima por riesgo específico a la compañía o proyecto evaluado. Se considera en este caso el riesgo país de Uruguay. Se consideran los rendimientos de los bonos soberanos uruguayos medidos a través del índice UBI de República AFAP.

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

Para el promedio de los últimos 5 años (2019-2023), el parámetro "beta" de Damodaram, se ubica 0,72 lo que indica que la inversión en la producción de bienes agropecuarios tiene un menor riesgo y variabilidad que el promedio de todas las actividades en ese mercado. Para el caso del rendimiento de los bonos americanos se consideró 2,07%, para el riesgo país (índice UBI), se consideraron 140 puntos básicos y para la prima de riesgo del mercado accionario se consideró un 4,94%.

Aplicando estos valores se llega a una tasa de retorno esperada para el capital propio del 5,54%. Este valor es mayor a la TIR esperada del inversor para el escenario que CARE considera como más probable (4,9). lo que estaría indicando que la misma no sería atractiva, según esta metodología. 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. Por otra parte suponen una comparación internacional que no está disponible en general para los inversores que participan en este tipo de fideicomiso.

En la coyuntura actual, los valores de la tasa libre de riesgo y el rendimiento del mercado accionario son mayores al promedio del período considerado, pero en contrapartida el riesgo país resulta menor al del promedio de los últimos años. Si se aplican los valores actuales, el costo de oportunidad del capital sería levemente mayor (6,02%).

4.- Tasación de la Tierra

Se presenta en esta oportunidad una nueva tasación de los campos del fideicomiso a diciembre de 2022; la misma muestra un leve aumento (1,8%) respecto del año anterior. Esta tasación se realizó siguiendo una metodología que considera separadamente el valor de la tierra "desnuda" y le agrega las mejoras en riego, algunas de las cuales se van amortizando.

En el siguiente cuadro se presentan los resultados de las tasaciones comparadas con las del año anterior, para la tierra, las mejoras en riego y para el total.

Cuadro 12. Tasación de los campos y sus mejoras en riego año 2022 (en dólares)

Establecimiento	Tierra		Mejoras en riego		TOTAL	
	Valor	Variación 2022/2021	Mejoras en riego	Variación 2022/2021	VALOR	Variación 2022/2021
Predio 1	15.483.500	-0,56%	3.447.083	6,7%	18.930.583	0,70%
Predio 2	19.931.398	2,86%	5.647.435	0,0%	25.578.833	2,21%
Predio 3	9.625.000	0,72%	3.508.100	8,1%	13.133.100	2,60%
Total	45.039.898	1,21%	12.602.618	4,0%	57.642.516	1,80%

Fuente: CARE en base a informes de Tasaciones

El valor de los campos se encuentra por encima de la emisión. Sin embargo, para que se logren las rentabilidades esperadas, como ya fuera comentado, los campos deberán ir valorizándose a mayores tasas en lo que resta de tiempo hasta la finalización del fideicomiso, aproximadamente un 5,2% por año en los próximos 9 años.

Los valores que recogen las tasaciones muestran por el momento aumentos muy modestos, incluso en el año 2022 hay una caída en el valor de uno de los campos, lo que no parece estar en línea con lo ocurrido en otros casos similares.

Riesgos considerados:

Riesgo de generación de flujos. A partir de lo anterior se trata de señalar la capacidad de generar los flujos en el plazo pactado. Considerando el modelo de negocios planteado en el Proyecto además el permanente seguimiento que se hará al cumplimiento en plazo y forma por CARE de los compromisos asumidos, *se considera que existe un riesgo medio bajo y posible de ser controlado a tiempo de generación de los flujos.*

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

En los últimos años han ocurrido variaciones muy significativas en los precios de alimentos consecuencia de la ocurrencia de una serie de factores, la mayor parte de ellos tuvieron efectos en generar incrementos sostenidos en los precios internacionales. La pandemia del Covid 19, la Fiebre Porcina Africana en China, la guerra en Ucrania, la sequía en parte de América del Sur y la elevada inflación internacional, entre otros, generó condiciones para el aumento sostenido de los precios de la mayor parte de las commodities alimenticias y las fibras. No obstante, con el paso del tiempo los precios comenzaron a ceder y muy probablemente alcanzarán un nuevo equilibrio para luego probablemente retomar su leve tendencia al crecimiento.

El sector productor de alimentos, enfrenta hoy un mercado muy volátil, con precios en algunos casos relativamente elevados en la perspectiva histórica, pero con interrogantes respecto de lo que pasará en el mediano plazo, con los precios, con los insumos y con el clima.

Por otra parte, no se prevé por el momento como riesgo el de políticas públicas que puedan afectar el desarrollo de este tipo de proyecto.

Dado el plazo extendido de las proyecciones que se corresponde a la naturaleza del propio proyecto, el análisis del entorno se expresa en términos de grandes tendencias vinculadas a la evolución del precio de los commodities agrícolas y de la tierra.

5.1. Riesgo Económico y de Mercado

Existe evidencia y razones fundadas para sostener el crecimiento a largo plazo del precio de la tierra, como consecuencia del aumento en la demanda de alimentos, de la mejora de la productividad agrícola y de la inexistencia de margen para la expansión de la frontera agrícola.

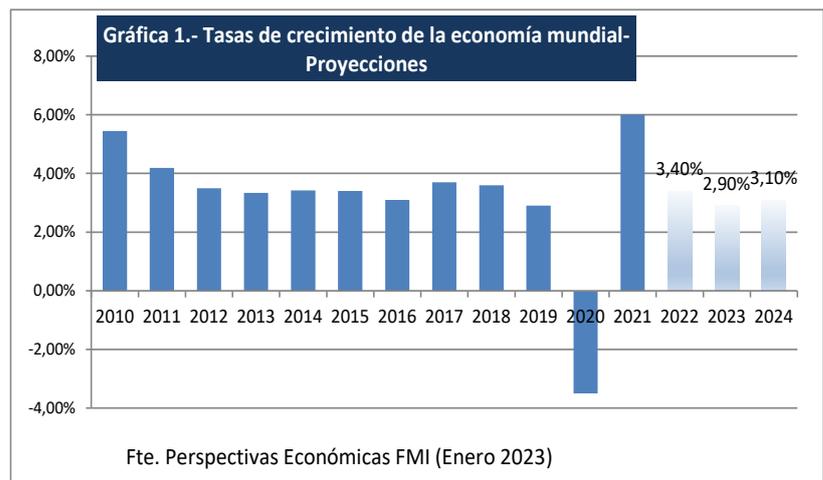
Resulta claro también que la demanda por alimentos tendrá una tendencia creciente de la mano del aumento de la población mundial, la occidentalización del consumo en algunas regiones del mundo, la urbanización, el crecimiento económico de los países emergentes, etc. Sin embargo, los incrementos de productividad, el resurgimiento de algunas políticas proteccionistas, el enlentecimiento del dinamismo de la economía mundial y el ya elevado consumo de algunos países desarrollados, actúan como freno al crecimiento de los precios internacionales en el largo plazo.

En esta sección, se describen los aspectos salientes de los dos precios que inciden en los retornos de la inversión: el precio de la tierra y el precio de los productos agrícolas.

5.1.1. Sobre el precio de los productos agrícolas - alimenticios

El comportamiento esperado de los precios de los productos agrícolas afecta el resultado de la inversión, aunque en menor proporción que los precios de la tierra. La trayectoria de mediano y largo plazo de los precios afecta aproximadamente el 25% de los retornos de la inversión. Algunos aspectos vinculados a la volatilidad y riesgo productivo están razonablemente mitigados, a través de la utilización de mecanismos de coberturas para el caso de los precios y por los seguros y el riego en el caso de los riesgos climáticos.

Según el último informe del FMI de enero de 2023, el crecimiento mundial para 2023 sería de 2,9%, esto es 0,2 puntos porcentuales más alto que el vaticinado en el anterior informe de octubre de 2022, pero inferior a la media histórica (2000–19) de 3,8%. El aumento de las tasas de interés de los bancos centrales para combatir la inflación y la guerra de Rusia en Ucrania continúan afectando el crecimiento la actividad económica. La rápida propagación del COVID-19 en China frenó el crecimiento en 2022, pero la reciente reapertura ha comenzado a despejar el camino para una recuperación más veloz de lo anticipado. Se prevé que la inflación mundial disminuya de 8,8% en 2022 a 6,6% en 2023 y a 4,3% en 2024, niveles aún superiores a los observados antes de la pandemia (2017–19) de alrededor del 3,5%.



Las perspectivas son inciertas, por un lado sería positivo un impulso más fuerte de la demanda reprimida en numerosas economías o a una caída más acelerada de la inflación, pero por otro lado podrían resurgir los riesgos de una evolución sanitaria severa en China y frenar la recuperación, una posible intensificación de la guerra de Rusia en Ucrania o un endurecimiento de las condiciones mundiales de financiamiento. En consecuencia, ante este panorama puede suponerse que la economía mundial no será un motor para el sostenimiento de elevados precios de los alimentos, sino que posiblemente actuaría como freno a su crecimiento o aún a un descenso.

Los precios agrícolas mostraron un fuerte aumento en sus valores a partir de 2005 y hasta el 2013. La producción mundial respondió rápidamente a los estímulos del mercado alcanzando en el año 2017 los mayores niveles para prácticamente todos los cereales, carnes y lácteos. En la medida que la producción creció la demanda comenzó a debilitarse. Entre las causas que impulsaron la demanda durante ese período se destaca:

- (a) el sostenido crecimiento de la demanda y el comercio de granos a nivel mundial explicado en gran medida por el aumento de los ingresos per cápita de China,
- (b) una mayor apertura y desregulación de los mercados globales
- (c) el desarrollo y la promoción de los biocombustible que al masificarse, vincularon la trayectoria de precios de los mercados de alimentos también con los mercados de los bienes energéticos y
- (d) el debilitamiento del dólar que generó aumentos en los precios nominales de las commodities.

Las principales causas que impulsaron los precios al alza hasta el 2013 no se mantuvieron y el panorama cambió, manteniéndose los valores deprimidos hasta mediados de 2020. A partir del segundo semestre de 2020, los valores de los principales productos agrícolas comenzaron a recuperarse y se volvió a evidenciar un nuevo ciclo favorable para la agricultura.

Los precios internacionales de los cereales, de la soja y de la carne aumentaron fuertemente durante el año 2021 y parte del 2022. Un factor importante detrás de la evolución de los precios durante ese período fue el aumento sustancial de las importaciones por parte de China por encima de los niveles del pasado. Esas importaciones fueron impulsadas en gran medida por la reconstrucción gradual de la producción de carne de cerdo, luego de la ocurrencia de la crisis derivada de la fiebre porcina africana. A esa coyuntura se le sumaron luego los efectos de la guerra entre Ucrania y Rusia, productores clave en el mercado internacional de granos y aceites, en especial de girasol, maíz, trigo y aceite de girasol.

En julio de 2022, gracias a la intervención de la ONU y Turquía, Ucrania y Rusia firmaron un acuerdo para permitir la exportación de más de 20 millones de toneladas de grano ucraniano bloqueados en los puertos del Mar Negro. La iniciativa permitió las exportaciones de alimentos desde tres puertos ucranianos clave del Mar Negro, lo que contribuyó a reducir los elevados precios en los mercados internacionales. Hacia fines de noviembre, la prórroga del acuerdo del corredor seguro de granos y materias primas por 120 días adicionales trajo nuevamente calma a los mercados de commodities. No obstante, los precios se mantienen, en algunos casos, elevados en comparación con los niveles históricos ya que los principales fundamentos del mercado mantienen una alta incertidumbre.

Perspectivas de corto plazo

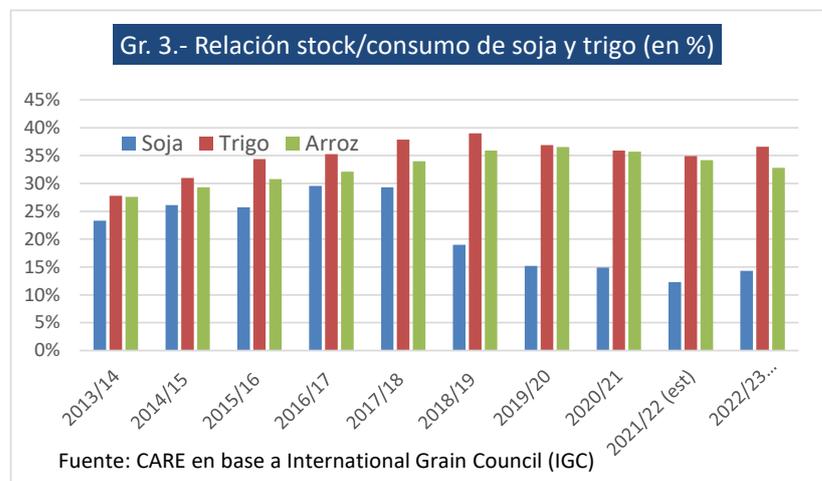
En la siguiente gráfica se presenta la evolución de los precios internacionales de los últimos años según el Banco Mundial⁸ en la que se observa el aumento de precios comentado y una proyección al 2024, en la que se consigna una tendencia decreciente, en términos nominales, pero manteniéndose por encima de los valores registrados entre 2015 y 2020 (con excepción del arroz).

⁸ Banco Mundial-Commodity Prices (octubre 2022) y Banco Mundial Commodity Price Data.



Estas tendencias pueden verse modificadas por situaciones de la coyuntura, como por ejemplo una reducción de la producción regional de trigo y soja por efectos de la sequía en los países del cono sur.

Del análisis del ratio stocks/consumo, surge que nos encontramos para el caso de la soja y también del maíz con una relación relativamente baja en términos históricos, lo que refuerza la idea de que al menos para estos rubros las perspectivas de precio para el corto plazo siguen siendo auspiciosas. Para el caso del arroz y el trigo la relación de stock/consumo se encuentra en valores relativamente más elevados, aunque menores a los años anteriores.



Perspectivas de largo plazo

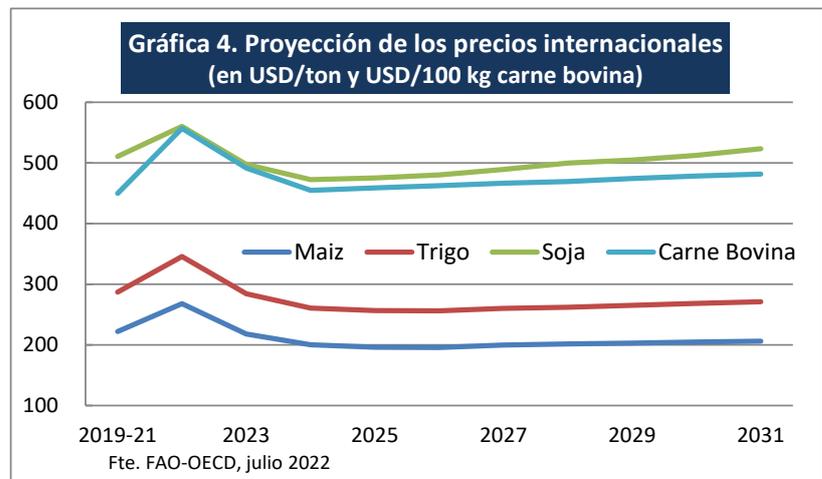
CARE consultó diversas fuentes de información,⁹ y si bien reconocen la recuperación coyuntural de los valores hasta mediados de 2022, se mantienen las previsiones de largo plazo sin mayores cambios respecto de los informes pre-pandemia, respecto de que el **crecimiento de los precios nominales en el largo plazo, una vez retornados a su nuevo equilibrio, no lograría compensar la devaluación del dólar, cayendo levemente en términos reales.**

⁹ Perspectivas Agrícolas FAO-OCDE 2022-2031 (julio de 2022); USDA Agricultural Projections to 2031 (febrero 2023); Banco Banco Mundial-Commodity Prices (octubre 2022) y FAO- Índice de Precios de los Alimentos.

El índice de precios de los alimentos de la FAO¹⁰ se situó en un promedio de 129,8 puntos en febrero de 2023, un 0,6 % menos que en enero, descendiendo así por onceavo mes consecutivo. Con este último descenso, el índice ha disminuido un 18,7 % respecto del nivel máximo alcanzado en marzo de 2022. La caída del índice en febrero obedeció al descenso de los índices de precios de los aceites vegetales, los productos lácteos, los cereales y la carne, mientras que hubo incrementos en los precios del azúcar.

Por su parte, el índice de precios de los cereales de la FAO registró en febrero un promedio de 147,3 puntos, lo que supone una ligera baja (del 0,1 %) desde enero. El actual valor del índice acumula una caída del 15% respecto del precio máximo de mayo de 2022, pero mantiene aún un 4,8 % por encima de enero de 2022 y también por encima de la serie histórica (17 años).

Según el último reporte de FAO-OCDE (julio 2022) sobre las proyecciones 2022-2031, la sobredemanda de China -que ya no estuvo en el segundo semestre de 2022- y los efectos de la guerra Ucrania-Rusia serían coyunturales, por lo tanto se sigue proyectando que los precios de los cereales en el mediano plazo mostrarán una tendencia decreciente en términos reales durante la próxima década. En este sentido, mantienen lo informado en anteriores ediciones del "Outlook", por lo que cabría esperar que los precios de los cereales en términos reales disminuyan durante la próxima década, partiendo de los elevados niveles de precios del año 2022, lo que coincide con las proyecciones de mediano plazo del Banco Mundial.



Según FAO-OCDE, durante los próximos diez años, la mayor producción mundial de cereales necesaria para alimentar el crecimiento de la población se originará en mayor medida a partir del crecimiento del rendimiento y la intensificación de la producción (mejores semillas, eficiencia en el uso de insumos y mejores prácticas agrícolas), dada la existencia de ciertos límites al crecimiento de la tierra cultivable disponible. El acceso limitado a las nuevas tecnologías en algunos países y la falta de inversión podría limitar ese crecimiento, sumado al aumento de las preocupaciones ambientales.

Este organismo proyecta que el crecimiento de la demanda de cereales sería menor en comparación con la década anterior, debido a la combinación de varios factores: un menor crecimiento de la demanda de raciones y una menor demanda de cereales para biocombustibles y otros usos industriales. Por otra

¹⁰. FAO. Situación Alimentaria Mundial. Febrero de 2023

parte, el consumo per cápita de la mayoría de los cereales ya ha alcanzado niveles de saturación en muchos países, por lo que no se espera una mayor demanda por ese lado, sin embargo, el crecimiento demográfico aumentará el consumo de cereales como alimento principalmente en los países de ingresos bajos y medios-bajos.

La utilización de harina proteica se verá limitada por un crecimiento más lento de la producción mundial de aves de corral y ganado, ya que la harina proteica se utiliza casi en su totalidad como alimento para animales. Asimismo se espera una mayor eficiencia alimenticia combinada con esfuerzos para lograr proporciones más bajas de harina proteica en las raciones de alimentos para el ganado, así como un menor uso de aceites para la elaboración de biocombustibles.

Por su parte, las perspectivas del USDA coinciden con la visión de FAO-OCDE en describir para el largo plazo un panorama de recuperación muy bajo de los precios de productos agropecuarios durante la próxima década, y también coinciden en que ese incremento no compensará seguramente la depreciación del dólar y en consecuencia caerían en términos reales.

Como se puede observar en los gráficos precedentes, los precios de los alimentos (granos, oleaginosos y carne), se encontraban en 2022 en niveles máximos históricos o cerca de ellos. Se espera un ajuste a la baja durante los próximos años que ya ha comenzado en prácticamente todos los productos y que culminaría entre 2023 o 2024, para luego comenzar a aumentar ligeramente en términos nominales, mientras que disminuiría en términos reales siguiendo la tendencia a largo plazo de la agricultura.

FAO-OCDE y USDA proyectan precios al 2031 y 2032 respectivamente y según estas fuentes al final del período los valores estarán por debajo de los récords de 2022 para el maíz, la soja y el trigo. Para el caso de la carne bovina USDA proyecta una leve recuperación al 2031, mientras que FAO-OCDE una reducción y en el caso del arroz FAO-OCDE proyecta un leve aumento de precio y USDA una reducción. Importa destacar que el punto de partida es el valor más alto de la serie.

Cuadro 13. Tasa de evolución de los precios proyectadas para la década

Cultivo	FAO-OCDE	USDA
Maíz	-2,9%	-4,0%
Soja	-2,7%	-3,3%
Trigo	-0,8%	-5,5%
Carne Bovina	-1,6%	0,1%
Arroz	0,5%	-3,2%

Fuente: CARE en base a USDA y OECD-FAO

Nota: Incremento acumulativo anual

Nota: FAO-OCDE precios internacionales, período 2022 a 2031

USDA precios al productor, período 2023 a 2032

La tendencia de largo plazo parece estar relativamente clara, no obstante eso no implica que por situaciones coyunturales la trayectoria de los precios no vaya a mostrar desvíos.

La mejor coyuntura de precios alentó a los productores nacionales a

incrementar las áreas de siembra tanto para los cultivos de invierno (trigo y colza), como para la soja y el maíz. Sin embargo, en la actualidad el sector debe enfrentar un mercado aún muy volátil, con tendencia a la baja, con altos precios de la energía y de los insumos al momento de la siembra. También es muy probable que se verifiquen dificultades en amplias zonas del país con rendimientos muy bajos en los cultivos de verano, como consecuencia de fuerte sequía que afecta a prácticamente todo el país en esta zafra 22/23.

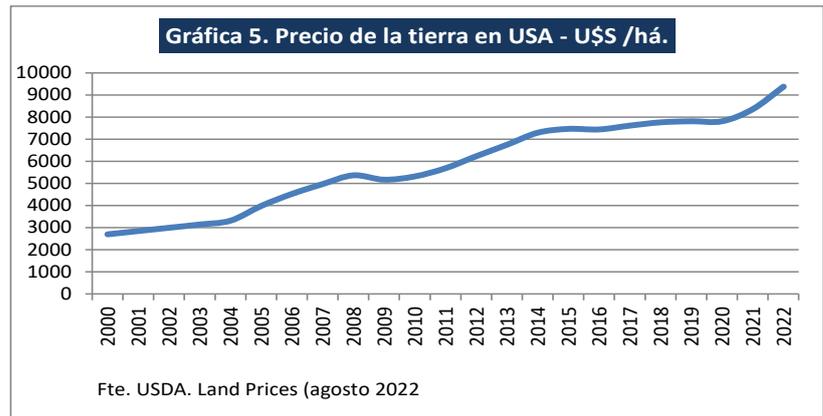
5.1.2. Sobre el precio de la tierra

Las perspectivas de demanda internacional por tierra siguen siendo alentadoras y ubicarían los precios en niveles crecientes para el corto y mediano plazo, pero a tasas más moderadas que en el pasado. Esto es consecuencia de las dificultades que existen para la expansión de la frontera agrícola, sumado a la necesidad de un uso racional y sostenible del recurso suelo. Esto no implica que puedan existir variaciones de corto plazo que la aparten de esa tendencia, como consecuencia de la evolución de diversas variables que puedan afectar los precios nominales de la tierra, 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 Volker" 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 la 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 2021 y 2022 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 USDA, reporta también el comportamiento de los precios de las tierras irrigadas y sin riego. Para el caso concreto de las tierras del “Corn Belt” (Missouri), el USDA en su reporte de agosto de 2022, muestra que los precios de las tierras irrigadas se ubican en el entorno de un 30% por encima de las no irrigadas. En zonas más secas, como por ejemplo en California, las tierras irrigadas valen un 180% más que las que no se riegan.

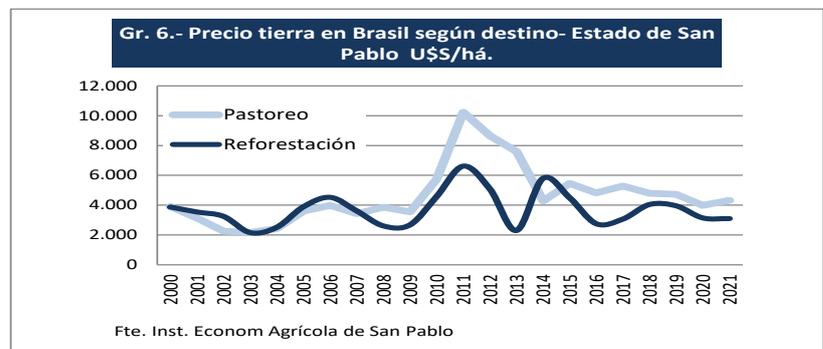
Cuadro 14. Precio de la tierra regada y no regada en el Corn Belt de EEUU (USD/ha)

	2018	2019	2020	2021	2022	Variación 2022/21
Regada	11.787	11.787	11.613	11.861	13.344	13%
No regada	8.352	8.278	8.402	9.143	10.378	14%
Variación en porcentaje	41%	42%	38%	30%	29%	

Fuente: elaborado en base a datos de USDA, Land Prices, Octubre 2022

En este caso, el aumento del precio de la tierra agrícola en 2022 respecto de 2021 tuvo un aumento de un 13% en el caso de la regada o un 14% en el caso de la no regada.

El comportamiento del precio de la tierra en Brasil, está afectado por el efecto del tipo de cambio, en la medida que en ese país la cotización del recurso se realiza en su moneda nacional (Reales). Por ello, las fluctuaciones son amplificadas por este efecto. En el año 2011 se verifica un muy importante crecimiento en los valores de la tierra que se corrige en los siguientes años, y a partir de 2014 retoma un comportamiento de mayor estabilidad con pequeñas variaciones anuales.



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

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

Una reciente publicación de la Cámara Argentina de Inmobiliarias Rurales (CAIR) da cuenta que la actividad inmobiliaria rural disminuyó un 31% en forma interanual entre 2020 y 2021, ubicándose hacia el inicio de 2022 en el mínimo histórico desde que se computa el InCAIR (índice de actividad que estima la Cámara). Por otra parte, esa misma institución maneja algunos valores puntuales para la zona núcleo de Argentina en el entorno de 13 a 15 mil dólares la hectárea, los cuales estarían por debajo de campos de similar calidad en EEUU, asignando esa diferencia a las dificultades referidas.

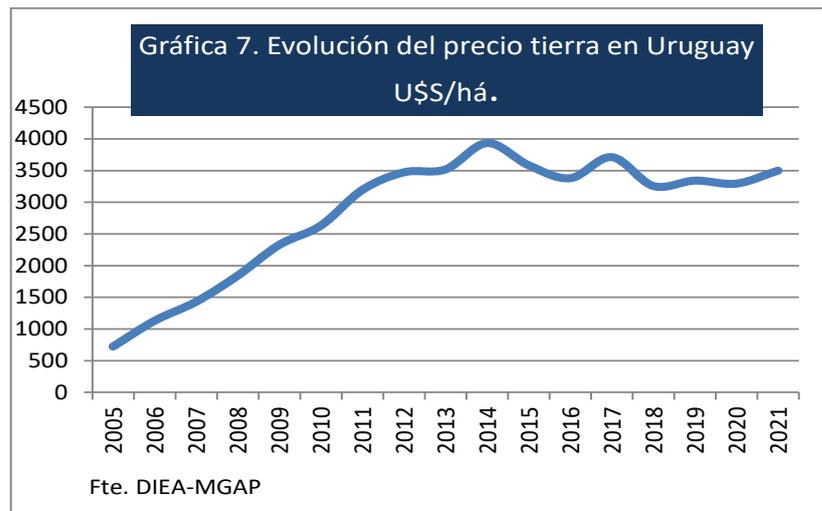
En el caso de Uruguay, la información reportada por DIEA-MGAP para el promedio de las transacciones de tierras da cuenta de una muy fuerte valorización a partir de 2004 y hasta el 2014 cuando se verifica el valor máximo. A partir de 2015 comienza un cierto ajuste a la baja pero con un comportamiento 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%¹¹.

El escaso número de transacciones verificado en estos últimos años genera algunas dudas en cuanto a los valores obtenidos, lo que deberá ser corroborado en los siguientes años. No obstante, en el 2021 se observa un repunte (52%) en la superficie comercializada respecto del año anterior, aunque aún se mantiene por debajo de las hectáreas comercializadas anualmente entre 2000 y 2014.

Si bien no existen aún datos oficiales para 2022, es muy probable que se haya mantenido la tendencia al crecimiento de los valores, en línea con lo ocurrido en el año anterior, como consecuencia de los buenos precios de la soja y de la carne vacuna, así como por el fortalecimiento del peso uruguayo con respecto al dólar, moneda con la que se realizan las transacciones de campos¹². Por su parte, la alta inflación internacional y los niveles actuales de precio de los campos, que no muestran incrementos sostenidos desde 2014, también habrían contribuido al aumento de los precios.

¹¹. "Precio de la Tierra" Compraventas año 2021, publicado el 29 de marzo de 2022.

¹² BLOOMBERG, realizó una consulta a agentes inmobiliarios enfocados en el negocio rural los que estarían confirmando un aumento de los valores de la tierra durante 2022, de entre 5 y 10%.



Existen otras fuentes de información realizadas por consultoras y operadores del mercado¹³, 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 2022 los campos se habrían valorizado entre un 3 y un 4%.

Existe una proporcionalidad comprobada¹⁴ 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 muy importante de ingreso final del fideicomiso (75%) por lo que lo que finalmente ocurra con su comportamiento tendrá una contribución sustancial con el retorno final de la inversión. El modelo financiero supuso una valorización acumulativa anual de un 5,5% (en dólares corrientes) durante 15 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.

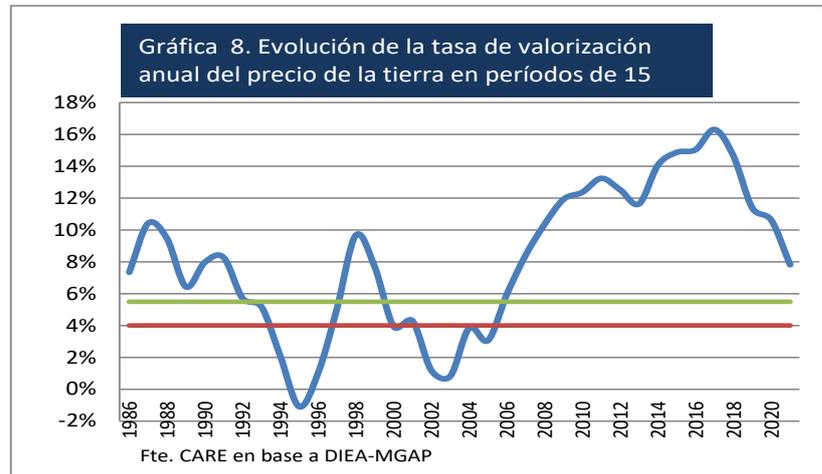
Para ello CARE analizó con la información de los precios de la tierra (en dólares corrientes) de una serie de 52 años (1970 a 2021) la variación anual en períodos de 15, en donde se observa lo siguiente:

- En promedio, la evolución anual del precio de la tierra en períodos móviles de 15 años fue de 8,1%.

¹³. SERAGRO, Agroclaro, Consur y operadores privados

¹⁴. B. Lanfranco y G. Sapriza (Serie Técnica N° 187 de INIA, "El índice CONEAT como medida de productividad y valor de la tierra" 2011)

- No obstante, en la serie aparecen 7 años en donde el aumento acumulativo anual en periodos de 15 años es menor al 4%, valor sobre el que CARE recalculó la TIR. La última vez que esto ocurrió fue en el año 2005 para campos que habían sido comprados en el año 1990. Es importante destacar, que el Contrato de Fideicomiso considera la posibilidad de extender el plazo por hasta tres años más, pudiéndose evitar de esta forma que se deba vender en una coyuntura muy desfavorable.



Importa destacar, que esta serie de precios de la tierra es un promedio nacional y por lo tanto no considera cambios en el valor de la misma por concepto de mejoras en el uso del suelo y mucho menos el desarrollo del riego, por lo que este comportamiento no debería trasladarse en forma lineal a las tierras de este fideicomiso, sino solamente considerarlo como una información adicional.

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 en el pasado. Muy probablemente los aumentos de precios compensarán la inflación de Estados Unidos, más un pequeño componente por incremento de la productividad de la tierra, de esta forma se deberían ubicar entre el 3 y 4% anual. Para este caso en particular la realización de las represas y las inversiones en infraestructura de riego podrían mejorar ese porcentaje. Esto no implica que existan períodos de mayores tasas anuales de crecimiento, como pudiera ser en los próximos años. La elevada inflación internacional, los precios de las commodities y los actuales valores 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. En este sentido, no surgen elementos que puedan hacer suponer que el gobierno actual pueda tomar medidas de política que atenten contra este tipo de emprendimiento.

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 el agente/aparcero, 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. uy¹⁵ 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 Tambler

¹⁵. *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.**