

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

Montevideo, noviembre 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 FUTURO DE FONDOS |
| 25 | V EL ENTORNO |
| 36 | VI CALIFICACIÓN DE RIESGO |

Actualización de la Calificación de Oferta Pública de los Certificados de Participación del Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas 20 - noviembre - 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 abril de 2024 ¹ |
| Comité de Calificación: | Julio Preve, Martín Durán y Adrián Tamber. |
| Manual utilizado: | Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros. |

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 y tiene también nota de grado inversor.
- 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 con información real hasta 2022, proyectando una TIR del 4,8%, 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 aceptables 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 por un total de 3,75 millones de dólares.
- 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, todas las inversiones en riego se encuentran operativas. 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 estimado en el prospecto. 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.
- Si bien la zafra de verano 22/23 se había planificado para enfrentar un verano seco (Niña), la gravedad del evento tuvo efectos negativos sobre la producción realizada sobre los campos de Fideicomiso y por lo tanto sobre las rentas recibidas. El maíz bajo riego logró razonablemente expresar su potencial pero la sequía afectó fuertemente los rendimientos de los cultivos de soja de secano y también los de riego. Las rentas recibidas por

el fideicomiso por los cultivos de verano fueron de 1,13 millones de dólares. Es importante destacar, que este año buena parte de las áreas de maíz y de soja pagaron renta sobre la base mínima establecida en el contrato, ya que el porcentaje del rendimiento que le tocaba al fideicomiso era menor a ese mínimo.

- Para la campaña agrícola 23/24 se planificaron los cultivos y las siembras sobre la base de un año con una primavera-verano lluviosa (Niño). Dentro de los cultivos de invierno se sembró solamente cebada y según informa el operador los cultivos se encuentran con buen desarrollo y ya en la etapa de floración. Para los cultivos de verano 23/24, se culminó con la siembra de maíz y se comenzó con la siembra de soja. En esta campaña habrá más soja y menos maíz ya que este último requiere de mucho más agua.
- La última tasación de los campos del fideicomiso fue presentada al 31 de diciembre de 2022, y considerando la tierra y las mejoras en riego el valor total ascendió a 57,64 millones de dólares, un 1,8% más que en el año anterior. Esta tasación merece algunas notas que se refieren en la Sección IV.
- El conflicto bélico entre Rusia y Ucrania ha tenido un impacto importante en el comercio de productos y en los insumos agrícolas, afectando las exportaciones y elevando los precios en un primer momento. La iniciativa para habilitar el comercio de los granos de Ucrania a través del Mar Negro, las mejores cosechas en otros importantes países productores de cereales, los menores precios de la energía y una China menos demandante, han contribuido a reducir los precios de los productos agrícolas de los picos de principios de 2022. No obstante algunos precios de las materias primas continúan por encima de los niveles previos a la pandemia, y podrían continuar cediendo hasta 2024/2025 para luego retomar su tendencia histórica de crecimiento moderado, seguramente positivo en términos nominales, pero por debajo de la inflación del dólar. 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.
- El mercado de tierra agrícola 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. Luego de un período de ajuste y de un comportamiento errático con escasos negocios entre 2015 y 2020, el precio de la tierra lleva dos años de aumentos: 6,2% en 2021 y 6,9% en 2022. Estos incrementos se dieron con un aumento en el número de operaciones, lo que les da mayor fortaleza, y en parte se explica por la mejora en los precios de los productos, la alta inflación internacional, la baja del dólar en el país y la ausencia de aumentos desde 2015.

- La sequía registrada en la última zafra fue la más importante de los últimos 50 años, y generó efectos negativos en la mayor parte de la producción agropecuaria. Los rendimientos promedio del país para los cultivos de verano sin riego, fueron muy bajos y quedaron superficies importantes sin cosechar. Según DIEA, a nivel promedio país, un 28% de los cultivos de verano no fueron cosechados y los rendimientos estuvieron muy por debajo de los de la zafra 2017/18: 641 vs 1.214 kg/ha para el caso de la soja de secano y 1.415 vs 4.340 kg/ha para el maíz). Este proyecto en particular prevé la producción agrícola bajo riego, pero igualmente tuvo efectos negativos sobre la producción en las áreas de secano y en las sojas con riego, ya que el alto consumo de agua en los cultivos de maíz generó falta de agua hacia el final de los cultivos de soja.
- 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 Tambler y Martín Durán Martínez. El análisis de las contingencias jurídicas fue realizado por el Dr. Leandro Rama Sienna².

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. El prospecto original fue elaborado en 2012 y finalmente la emisión se realizó en 2016, el precio de la tierra en ese período había subido un 15%.

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 hay contratos a largo plazo 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 alteraron el juicio favorable al funcionamiento de la firma administradora
- La última tasación de los campos del Fideicomiso se realizó a diciembre de 2022, mostrando un aumento del 1,8% respecto del año anterior. El valor de los campos según la última tasación, es de 57,64 millones de dólares, y se mantiene por encima de la emisión.

2.2. Hechos salientes del Período

- En la zafra de cultivos de verano 22/23 se sembraron en los campos del fideicomiso unas 3.130 hectáreas de cultivos, una cifra casi idéntica a la del año anterior. Se plantaron 1.900 hectáreas de soja y los rendimientos fueron muy magros, como consecuencia de la fuerte sequía que afectó al país durante el último verano. Los rendimientos promedio de todos los campos apenas superaron los mil kilos por hectárea, menos de la tercera parte que el año anterior. Faltó agua al final del ciclo ya que no hubo lluvias y quedaba poca agua en las represas.
- También se sembraron en el verano 22/23 unas 1.140 hectáreas de maíz y en este caso los rendimientos fueron buenos, aunque igualmente estuvieron por debajo del año anterior (-30%). El cultivo requirió una gran cantidad de agua durante todo el período, y las áreas regadas rindieron muy por encima de las de secano.

Cuadro 2: Area de cultivos de verano y rendimientos de la zafra 22/23

| Cultivo | Hás | Rendimiento tt/ha | Producción Toneladas | Renta Agrícola USD |
|--------------|--------------|----------------------|-------------------------|-----------------------|
| Soja | 1.901 | 1,06 | 2.014 | 538.611 |
| Maiz | 1.138 | 8,26 | 9.397 | 565.663 |
| Trebol Rojo | 92 | 0,60 | 55 | 29.425 |
| TOTAL | 3.131 | | 11.466 | 1.133.699 |

Fuente: El operador

Nota: renta del Fideicomiso es el 23% de la producción, siempre que supere la base mínima establecida en el contrato. En el trébol es la base (600 Kg soja)

- En buena parte del área de cultivo, tanto en soja como en maíz, las rentas para el fideicomiso correspondieron a la base mínima establecida en el contrato, ya que resultaron mayores al 23% de la producción. Finalmente, el total de las rentas para el fideicomiso proveniente de los cultivos de verano en la campaña 22/23 fue de unos 1,13 millones de dólares, un 31% menos que en la zafra anterior, que había sido en general muy buena.
- También hay plantadas 92 hás de trébol rojo con destino a la obtención de semilla para la exportación en contra-estación a Francia.
- En la campaña de Invierno 23/24, el operador atendiendo a la volatilidad de los precios y la lenta corrección a la baja del precio de los insumos, tomó la decisión de sembrar únicamente cebada. El desarrollo de los cultivos en todos los campos se encuentra en su etapa de floración presentando una muy buena condición.

Cuadro 3: Area de cultivos de invierno y rendimientos zafra 23/24

| Cultivo | Hás | Rendimiento tt/ha | Producción Toneladas | Renta Agrícola estimada USD |
|--------------|------------|----------------------|-------------------------|--------------------------------|
| Cebada | 394 | 4,00 | 1.574 | 7.502 |
| TOTAL | 394 | | 1.574 | 7.502 |

Fuente: El operador

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

- En el caso de los cultivos de invierno, el acuerdo con el fideicomiso por el pago de la renta es del 50% del margen neto para cada uno. En este caso la renta por los cultivos de invierno para el fideicomiso es prácticamente marginal, pero cumple con el requisito de mantener el suelo cubierto en el invierno y eventualmente obtener algo de ganancia..
- Para la zafra de verano 23/24, se proyecta la siembra de unas 3.135 hectáreas, aproximadamente una cifra muy similar a la del año anterior. Sin embargo se plantea un cambio en la composición de los cultivos, incrementándose la superficie de soja y reduciendo la de maíz. Ya se sembraron (a octubre) unas 730 hectáreas de maíz y unas 2400 de soja. Este cambio se explica porque el invierno fue seco, la entrada del fenómeno del Niño se atrasó y podría no haber suficiente agua para regar el maíz. Se proyecta regar el 92% del área de maíz y el 68% del área de soja.

Cuadro 4: Area de cultivos para la zafra de verano 23/24

| Cultivo | Hás |
|---------------------------|--------------|
| Soja de primera con riego | 1.234 |
| Soja de primera secano | 754 |
| Soja de segunda con riego | 393 |
| Soja de segunda secano | 22 |
| Maiz con riego | 675 |
| Maiz secano | 57 |
| Total | 3.135 |

Fuente: CARE en base a información del operador

- El Fideicomiso ha solicitado y tiene aprobado un crédito de largo plazo que tiene como objetivo adquirir nuevos campos, invertir en riego y en paneles solares. El contrato de fideicomiso habilita a que el fideicomiso pueda endeudarse en hasta un 30% de los activos que integren el patrimonio fiduciario. El operador se encuentra en la búsqueda de nuevos campos con aptitud de riego para poner en consideración del comité de vigilancia, fiduciario y RAFAP.
- El 24 de julio de 2023 se realizó una asamblea de beneficiarios en la que se aprobó un cambio en el contrato de fideicomiso, que ya fue realizado. Las modificaciones básicamente responden a un cambio en el Agente de Pago que pasó a ser el Fiduciario (antes Scotiabank) y otras modificaciones relativas a la distribución de utilidades y sus fechas de pago, que no serán fijas sino definidas en cada oportunidad.
- En octubre de 2023, el fideicomiso hizo efectiva una distribución de utilidades por un millón de dólares.

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 primer semestre del año (octubre de 2023).
- Flujo de fondos ajustado a diciembre de 2022
- Informes de cosecha del Comité de Vigilancia.
- Estados Contables intermedios del Fiduciario al 30/06/2023.
- Estados Contables intermedios del Fideicomiso al 30/06/2023.
- Acta de asamblea de beneficiarios del 24 de julio de 2023.
- Estados Contables de Bearing Agro al 30/06/2023.

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 al cierre intermedio del primer semestre del año 2023 y su comparativo con cierres anteriores se presenta en los cuadros siguientes.

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

| Concepto | 30/6/2023 | 31/12/2022 | 31/12/2021 |
|----------------------------|----------------|----------------|----------------|
| Activo | 148.784 | 160.000 | 146.260 |
| Activo Corriente | 28.187 | 35.014 | 14.304 |
| Activo no Corriente | 120.597 | 124.986 | 131.956 |
| Pasivo | 123.855 | 137.112 | 126.840 |
| Pasivo Corriente | 20.936 | 28.271 | 10.189 |
| Pasivo no Corriente | 102.919 | 108.841 | 116.650 |
| Patrimonio | 24.929 | 22.888 | 19.421 |
| Pasivo y Patrimonio | 148.784 | 160.000 | 146.260 |
| Razón Corriente | 1,35 | 1,24 | 1,40 |

Fuente: EE.CC TMF

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

| Concepto | 30/6/2023 | 30/6/2022 | 31/12/2022 |
|-------------------------------|---------------|---------------|---------------|
| Ingresos operativos | 18.916 | 15.468 | 32.704 |
| Costo Servicios Prestados | (3.943) | (3.078) | (6.447) |
| Resultado Bruto | 14.973 | 12.390 | 26.256 |
| Gastos Administración y Vtas. | (6.440) | (5.616) | (11.455) |
| Resultado Operativo | 8.533 | 6.774 | 14.801 |
| Resultado Financiero | (5.629) | (3.121) | (7.954) |
| IRAE | (864) | (1.575) | (3.379) |
| Resultado del Periodo | 2.040 | 2.078 | 3.467 |

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 30/06/2023, TMF Uruguay AFISA mantiene la administración de varios fideicomisos financieros (tanto de oferta pública como privada) 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 por intermedio 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. 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 Agro SA, en tanto sponsor de ambos proyectos, es también Fideicomitente comprometiéndose a aportar en conjunto hasta USD 9.375.000, lo que ya ocurrió.

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.

Luego del cambio producido en 2022 y del que se diera cuenta en anteriores actualizaciones, el directorio de Bearing Agro a partir del 11 de agosto de 2022 quedó conformado por Carlos Obrien; Alain Gaudri; Luc Richard y Enrique Garbino. Estos cambios no alteraron 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.

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 30/6/2023 con informe de auditoría. A diferencia del ejercicio anterior, este último registra un resultado deficitario que, junto a una importante distribución de utilidades acumuladas supuso un descenso en el patrimonio contable de la sociedad.

No obstante y concluyendo, 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 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.

Los estados de situación y resultados intermedios del Fideicomiso al término del primer semestre de 2023 se presenta en los cuadros siguientes:

| Cuadro 7: Estado de Situación del Fideicomiso (miles USD) | | | |
|--|------------------|-------------------|-------------------|
| Rubros | 30/6/2023 | 31/12/2022 | 31/12/2021 |
| Activo | 59.390 | 59.053 | 57.654 |
| Activo Corriente | 1.441 | 1.093 | 692 |
| Activo no Corriente | 57.949 | 57.961 | 56.962 |
| Pasivo | 522 | 1.799 | 3.667 |
| Pasivo Corriente | 238 | 176 | 278 |
| Pasivo no Corriente | 284 | 1.623 | 3.389 |
| Patrimonio | 58.868 | 57.254 | 53.987 |
| Pasivo y Patrimonio | 59.390 | 59.054 | 57.654 |
| Razón Corriente | 6,05 | 6,21 | 2,49 |

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Puede comprobarse, una vez más, que el patrimonio contable es consistente con el capital integrado y los resultados obtenidos, superando, en términos nominales, 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.

En esta oportunidad no corresponde realizar tasación de los campos a valor razonable las que se harán a fin de ejercicio por lo que se mantienen los valores de la última tasación efectuada en diciembre 2022.

| Cuadro 8: Estado de Resultados del Fideicomiso (miles USD) | | | |
|---|------------------|------------------|-------------------|
| Rubros | 30/6/2023 | 30/6/2022 | 31/12/2022 |
| Ingresos operativos | 621 | 936 | 2.146 |
| Valuación propiedades | - | - | 1.018 |
| Costo de ventas | - | - | - |
| Resultado Bruto | 620 | 936 | 3.164 |
| Gastos de Administración | (352) | (184) | (383) |
| Resultado Operativo | 268 | 752 | 2.781 |
| Resultado Financiero | 9 | 3 | 1 |
| Resultado antes IRAE | 278 | 755 | 2.782 |
| IRAE | 1.336 | 1.909 | 1.686 |
| Resultado del período | 1.614 | 2.664 | 4.467 |

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Los resultados del semestre informado caen respecto al mismo periodo del año anterior, esto se comenta exhaustivamente en otra sección.

En el mes de octubre pasado se resolvió una distribución de un millón de dólares.

4. Riesgos considerados:

Riesgo jurídico, por incumplimiento de alguna disposición por parte del fiduciario o del aparcero, 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 casi nulo.*

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 2023 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 al 30 de junio de 2023 | | |
|--------------|--------------|------------------|-----------------------------|------------------|------------|
| | Area (has) | USD Totales | Area (has) | USD Totales | USD/ha |
| Agricultura | 4.408 | 2.543.286 | 3.120 | 1.181.815 | 379 |
| Ganadería | 1.662 | 155.871 | 1.658 | 230.448 | 139 |
| Forestación | - | - | 259 | 52.667 | 203 |
| Otros | 712 | - | 865 | 5.528 | 6 |
| TOTAL | 6.782 | 2.699.157 | 5.902 | 1.470.458 | 249 |

Fuente: en base a información del Fiduciario

Como se puede observar, en este año los ingresos se encontrarían muy por debajo de lo establecido en el prospecto, lo que se explica en parte porque las áreas agrícolas son menores, pero también en un componente importante por los magros rendimientos de este año en particular como consecuencia de un clima muy adverso. Este menor ingreso derivado de las rentas recibidas determinó una reducción en la TIR esperada del proyecto.

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 la 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 parte de 2023), 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.
- Se consideraron los resultados de las cosechas de la campaña 22/23.
- 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 2023/24 (un 29% 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 a partir de 23/24.
- Un aumento del precio de la tierra del 5,5% anual.
- Bajo estos supuestos, la TIR del inversor se ubicaría en 6,1%.

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 CARE³.

Para la Calificadora, un valor razonable de incremento anual del precio de la tierra debería contemplar a la inflación americana de largo plazo⁴ (1,5-2%) 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 3,5 y 4%, sin contar la valorización debida a la incorporación de la infraestructura de riego.

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)⁵. 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 consultadas³. 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.

³ FAO-OCDE, USDA y Banco Mundial, Ver Capítulo V.

⁴ Actualmente la inflación americana sigue por encima de ese valor, pero el objetivo es llevarla a la histórica.

⁵ Land Values 2022 Summary, Agosto de 2022, USDA

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 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% | 1,7% | 1,8% | 1,9% | 1,9% |
| 2,0% | 3,2% | 3,2% | 3,3% | 3,3% |
| 3,0% | 3,9% | 4,0% | 4,0% | 4,1% |
| 4,0% | 4,7% | 4,8% | 4,8% | 4,9% |
| 5,5% | 5,9% | 6,0% | 6,0% | 6,1% |

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 1,7%. 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 ya 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 y 2023, 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 4,8%.

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 la última tasación (diciembre 2022); 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 tierra+inv. Riego (USD/ha) | Precio promedio a dic 22 (USD/ha) | Tasa anual de aumento precio de la tierra de (2018.2022) | Tasa anual de aumento de precio de la tierra (2023-31) |
|--------------|---|-----------------------------------|--|--|
| 6,1% | | 8.561 | 9.767 | 2,7% |
| 4,9% | | 8.561 | 9.767 | 2,7% |

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 6,1% (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 relativamente 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 parecería 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, creciendo muy por debajo que el promedio de los campos del país (DIEA-MGAP).

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. Se realizó una actualización de la estimación del costo de oportunidad del capital, utilizando el modelo de valoración CAPM (Capital Asset Pricing Model), el que relaciona la tasa libre de riesgo, la prima de riesgo del mercado y la prima de riesgo asignado al sistema de producción específico, en este caso la producción agropecuaria.

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

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

Donde:

β im: Riesgo sistémico de la actividad respecto del riesgo de mercado, valor proporcionado por Damodaran.

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.

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

Erp: Prima por riesgo específico a la compañía o proyecto evaluado. Se considera en este caso el riesgo país de Uruguay, medido a través del índice UBI de República AFAP.

Para el promedio de los últimos 5 años (2019-2023), el parámetro "beta" de Damodaran, se ubica 0,91, lo que indica que la actividad 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 2,18%, para el riesgo país (índice UBI), se consideraron 132 puntos básicos y para la prima de riesgo del mercado accionario se consideró 4,95%.

Aplicando estos valores se llega a una tasa de retorno esperada para el capital propio del 6,01%, Este valor es mayor a la TIR esperada del inversor para el escenario que CARE considera como más probable (4,8%) lo que estaría por debajo del costo de oportunidad, según esta metodología. Esta opción de cálculo supone 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 (5 años), pero en contrapartida el riesgo país es menor. Si se aplican los valores actuales, el costo de oportunidad del capital sería levemente mayor (6,54%).

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 Uruguay⁶. En la actualidad la curva en UI (CUI) a 10 años se ubica en 3,37% y la curva en dólares (CUD) a 10 años está en 5,02%. En este caso, la TIR más probable para CARE estaría apenas por debajo de la curva en dólares.

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.

4.- Tasación de la Tierra

La última tasación de los campos del fideicomiso fue presentada a diciembre de 2022, mostrando 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.

⁶ Curva Spot de Rendimientos de Títulos Soberanos Uruguayos emitidos en moneda nacional indexada a la inflación o en dólares, según sea el caso.

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.

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 bajo.*

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 términos generales cabe esperar que la producción y el comercio de productos básicos agrícolas primarios y productos procesados mantenga su tendencia histórica de crecimiento durante los próximos años. La pandemia de COVID-19 provocó interrupciones en el comercio mundial, pero el comercio de productos básicos agrícolas ha demostrado ser resiliente. La guerra de Rusia contra Ucrania también ha tenido impacto en el comercio de productos y en los insumos agrícolas, especialmente en las exportaciones y los precios. Sin embargo, la iniciativa para habilitar el comercio a través del Mar Negro continuó ayudando a las exportaciones de cereales de Ucrania para que llegue a los mercados globales, restableciendo el comercio. Asimismo, las mejores cosechas en otros importantes países productores de cereales y los menores precios de la energía han ayudado reducir los precios de los productos agrícolas de los picos de principios de 2022. No obstante los precios de las materias primas continúan en algunos casos por encima de los niveles previos a la pandemia, y podrían continuar cediendo.

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

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.

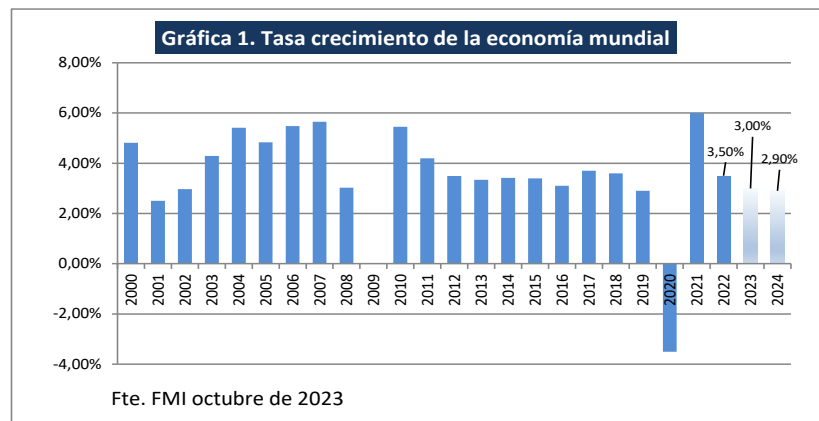
Resulta claro también que la demanda por alimentos tendrá una tendencia creciente de la mano del aumento de la población mundial, la occidentalización del consumo en algunas regiones del mundo, la urbanización, el crecimiento económico de los países emergentes, etc. Sin embargo, los incrementos de productividad, el resurgimiento de algunas políticas proteccionistas, el entortecimiento 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.

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



El acuerdo para elevar el techo de la deuda de Estados Unidos y las medidas adoptadas para contener la turbulencia bancaria redujeron los riesgos inmediatos de trastornos en el sector financiero, reduciendo los riesgos adversos para las perspectivas. No obstante, el panorama actual de alta inflación, el mantenimiento de la guerra, el bajo crecimiento de China y la actual política restrictiva de los bancos centrales, mantienen una perspectiva de crecimiento mundial a la baja.

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

Los precios agrícolas mostraron un fuerte aumento en sus valores a partir de 2005 y hasta el 2013, producto de una serie de factores que contribuyeron a generar un shock de demanda, como ser, entre otros: el incremento los ingresos per cápita de China, una mayor apertura y desregulación de los mercados globales, la promoción de los biocombustible y el debilitamiento

del dólar. Por su parte, 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.

Las principales causas que impulsaron los precios al alza hasta el 2013 no se mantuvieron y el panorama cambió, los precios cayeron y los valores se mantuvieron deprimidos hasta mediados de 2020.

A partir del segundo semestre de 2020, los valores de los principales productos agrícolas comenzaron a recuperarse hasta alcanzar un nuevo pico de predios sobre mediados del 2022, evidenciándose un nuevo ciclo favorable para la agricultura. Un factor importante detrás de la evolución de los precios durante ese período fue el aumento de las importaciones por parte de China por encima de los niveles del pasado 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, se logra un primer acuerdo, que luego se prorroga, que habilita el comercio del grano ucraniano a través de los puertos del Mar Negro lo que contribuyó a descomprimir el mercado y reducir los elevados precios en los mercados internacionales. 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 cierta incertidumbre.

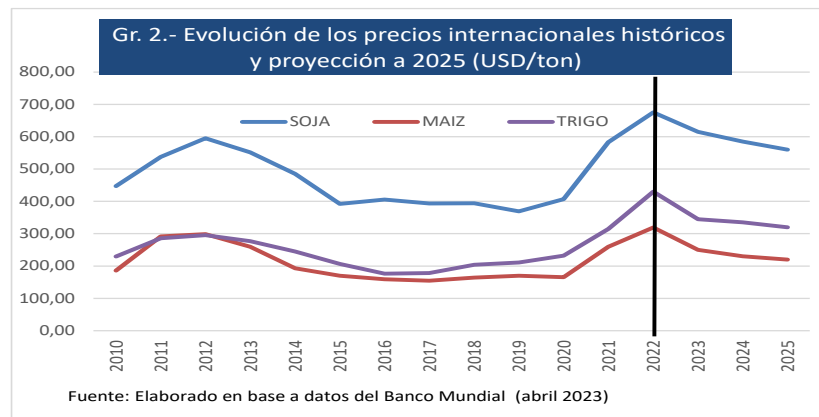
Perspectivas de corto plazo

En la siguiente gráfica se presenta la evolución de los precios internacionales de los últimos años según el Banco Mundial⁷ en la que se observa la evolución reciente de precios comentada y una proyección al 2025.

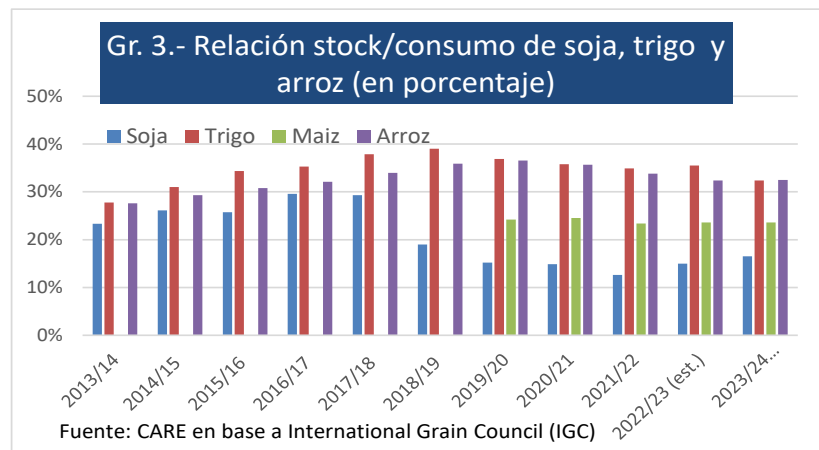
El último informe del Banco Mundial (30 de octubre 2023) consigna que los precios de las materias primas han disminuido desde sus niveles récord en 2022, pero se mantienen por encima de su promedio anterior a la pandemia (2015-2019). Los precios del trigo tuvieron una importante caída desde su máximo de mayo de 2022, tanto lo que refleja mejores perspectivas de suministro y reorientación del comercio. Comportamientos similares mostraron la soja y el maíz; sin embargo el arroz muestra una recuperación respecto de 2022. Por su parte, los precios internacionales de carne vacuna caerían en 2023 para luego mantenerse o mostrar leves mejoras.

Los precios de los alimentos y los fertilizantes siguen estando relativamente altos y se espera que se mantengan elevados en términos reales. Luego de estos ajustes se espera que los precios de las materias primas se mantengan sin mayores cambios en medio de mejores perspectivas de oferta y un debilitamiento de la demanda mundial.

⁷ Banco Mundial-Commodity Prices (octubre 2023) y Banco Mundial Commodity Price Data..



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 trigo la relación de stock/consumo se encuentra en valores relativamente más elevados, aunque aún está por debajo del período 2017-2019.



El índice de precios de los alimentos de la FAO registró en setiembre de 2023 un promedio de 121,5 puntos, sin cambios respecto de agosto, pero se mantuvo 14,6 puntos (un 10,7 %) por debajo del valor registrado en el mismo mes del año pasado y 38,3 puntos (un 24%) por debajo de su nivel máximo histórico.

Por su parte, el índice de precios de los cereales de la FAO registró en setiembre 2023 un promedio de 126,3 puntos, esto es un 1,0% más que en agosto y un 14,6 % por debajo del valor que alcanzó un año atrás. El actual valor del índice acumula una caída del 27% respecto del precio máximo de mayo de 2022.

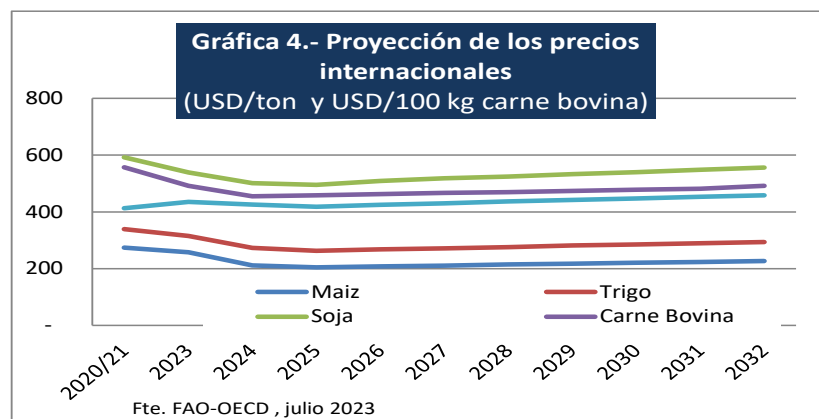
El índice de precios de la carne de la FAO registró en setiembre un promedio de 114,2 puntos, esto es un 1,0% menos que en agosto, lo que representa el tercer descenso mensual consecutivo, y un 5,0% menos del valor registrado hace un año.

Perspectivas de largo plazo

CARE consultó diversas fuentes de información⁸, 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.**

En julio de 2023 se publicaron “Las Perspectivas Agrícolas 2023-2032 de la OCDE y la FAO”, documento que ofrece una evaluación de las perspectivas a diez años para los mercados de productos básicos agrícolas.

Las proyecciones de referencia de FAO-OCDE para la próxima década toman en cuenta las rebajas en el crecimiento de la economía mundial proyectadas por el FMI para la próxima década, así como la de China a partir de 2022. Las proyecciones suponen que los precios de la energía disminuirán en 2023, antes de reanudar un aumento lento hasta 2032, e incorporan también evaluaciones a corto plazo del impacto de la guerra Rusia-Ucrania. En este contexto, las proyecciones mundiales de las tendencias a mediano plazo de la oferta, la demanda, el comercio y los precios de los principales productos básicos agrícolas se desvían solo marginalmente de las proyecciones del informe anterior (julio 2022).



La guerra sigue sumando incertidumbres a los precios de los alimentos, la energía y los insumos. Al comienzo de la guerra, la disponibilidad reducida de granos y fertilizantes fue una gran preocupación para los mercados globales. Un año después, los problemas de suministro mejoraron gracias a la aplicación y posteriores extensiones de la Iniciativa de Granos del Mar Negro.

En este contexto, FAO-OCDE prevé que el consumo mundial de alimentos en calorías, el principal uso de los productos básicos agrícolas, aumente un 1,3% anual durante la próxima década, un ritmo más lento que en la década anterior, debido a la desaceleración prevista en el crecimiento de la población y el ingreso per cápita. El segundo uso más importante de los productos básicos agrícolas es como alimento para el ganado y, cada vez más, para la acuicultura. La rápida expansión e intensificación que se espera en la producción de ganado en países de bajos y medianos ingresos, resultará en un rápido crecimiento de la demanda de raciones durante la próxima década.

⁸ Perspectivas Agrícolas FAO-OCDE 2022-2031 (julio de 2022); USDA Agricultural Projections to 2031 (febrero 2023); Banco Mundial-Commodity Prices (octubre 2023) y FAO- Índice de Precios de los Alimentos.

Pero por el contrario, en los países de ingresos altos y algunos países de ingresos medios altos, incluida China, el menor crecimiento de la producción ganadera y la mejora de la eficiencia de la alimentación, deberían dar lugar a un crecimiento más lento de la demanda de raciones en comparación con la última década.

Se espera que la demanda de materias primas para biocombustibles de primera generación crezca lentamente durante los próximos diez años. En general, se prevé que aumente la proporción de biocombustibles en el uso mundial de caña de azúcar y aceite vegetal, mientras que se espera que disminuya la proporción de biocombustibles del maíz.

La situación con respecto a las inversiones en tecnología, infraestructura y capacitación permanecería sin cambios con respecto a las proyecciones anteriores, y se espera que el crecimiento de la producción agrícola mundial total debería mantenerse en 1,1% anual. La mayor parte de este crecimiento se producirá en países de ingresos medios y bajos. Las proyecciones de FAO-OCDE asumen un acceso más amplio a los insumos, aunque si se reanudan los aumentos en los precios de los insumos agrícolas y de la energía (por ejemplo, los fertilizantes), esto elevaría los costos de producción, lo que podría provocar una inflación de los precios de los alimentos y una mayor inseguridad alimentaria.

En consecuencia, se sigue proyectando que los precios de los cereales en el mediano plazo mostrarán una tendencia decreciente en términos reales durante la próxima década, manteniéndose 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.

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 y 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 a 2032 y según estas fuentes al final del período los valores estarían en valores por debajo de los récords de 2022, con la excepción del arroz para el caso de FAO-OCDE y de la carne bovina para USDA. 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 (2022-2032)

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

Fuente: CARE en base a USDA y FAO-OCDE

Nota: Incremento acumulativo anual

FAO-OCDE son precios internacionales, USDA son precios internos.

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.

5.1.2. Sobre el precio de la tierra

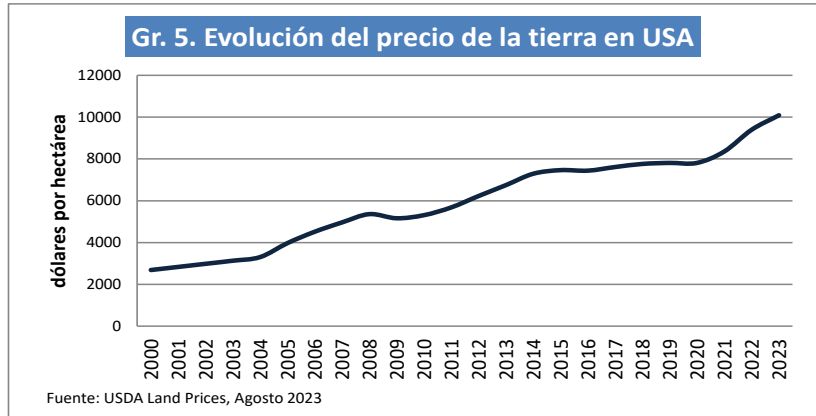
Las perspectivas de demanda internacional por tierra siguen siendo alentadoras y ubicarían los precios en niveles crecientes para el corto y mediano plazo. Esto es consecuencia de las dificultades que existen para la expansión de la frontera agrícola, sumado a la necesidad de un uso racional y sostenible 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.

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

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



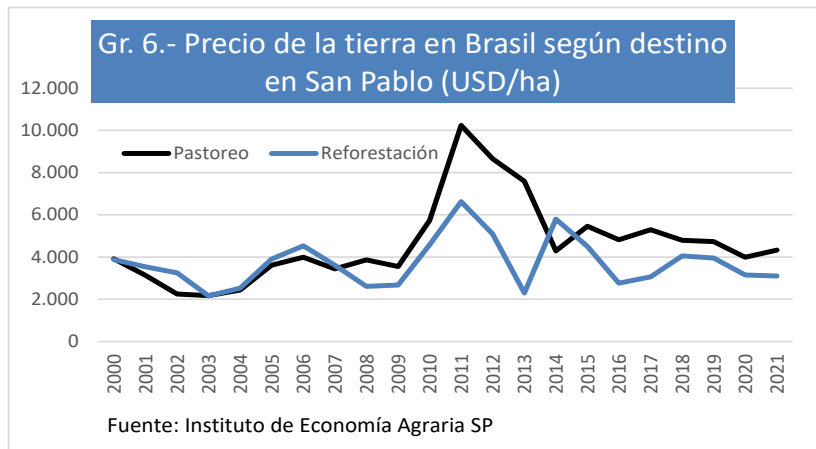
El USDA, reporta también el comportamiento de los precios de las tierras irrigadas y sin riego. Para el caso concreto de las tierras del “Corn Belt” (Missouri), el USDA en su reporte de agosto de 2023, muestra que los precios de las tierras irrigadas se ubican en el entre un 24 y 30% por encima de las 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 | 11.613 | 11.861 | 13.344 | 13.838 | 3,7% |
| No regada | 8.278 | 8.402 | 9.143 | 10.378 | 11.120 | 7,1% |
| Variación en porcentaje | 42% | 38% | 30% | 29% | 24% | |

Fuente: elaborado en base a datos de USDA, Land Prices, Agosto 2023

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



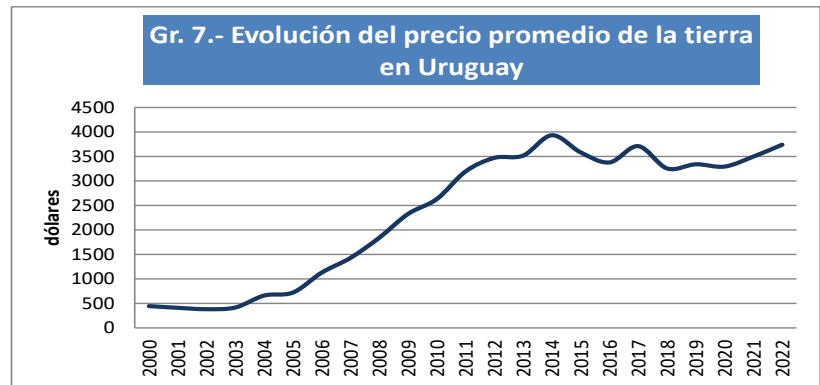
Para el año 2021, último reportado por el Instituto de Economía Agrícola de San Pablo los precios de la tierra aumentaron en dólares, en el entorno del 8%, recuperando parte de la reducción que se había verificado en el año anterior (16% para las tierras de pastoreo), como consecuencia de la devaluación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

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

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

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

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



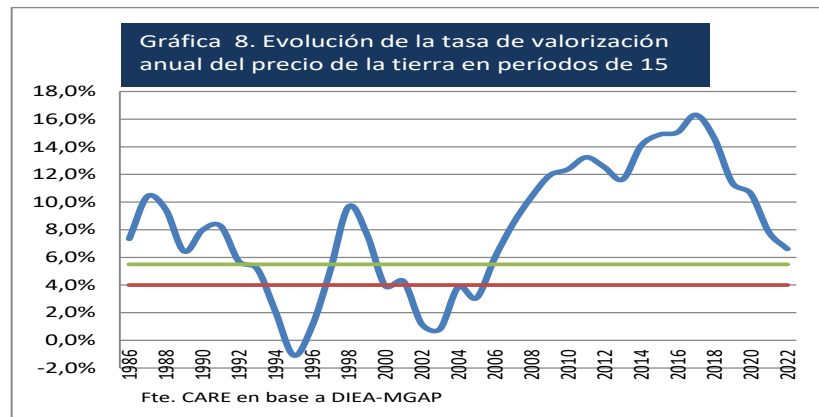
Existen otras fuentes de información realizadas por consultoras y operadores del mercado⁹, que utilizando diferentes criterios de tasación estiman valores de campos de características similares y teniendo en cuenta los diferentes destinos productivos. Las metodologías más utilizadas son: la comparación 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.

La valorización del precio de la tierra es un componente muy importante de ingreso final del fideicomiso (77%) 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 8% (en dólares corrientes) durante 12 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 53 años (1970 a 2022) la variación anual en períodos de 12, 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%.
- No obstante, en la serie aparecen 7 años en donde el aumento acumulativo anual en períodos 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.

⁹. SERAGRO, Agroclaro, Consur y operadores privados



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 ambientación o cambio de destino en el uso de la tierra, por lo que este comportamiento no debería trasladarse 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 largo plazo 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 puedan existir períodos de mayores tasas anuales de crecimiento.

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. uy¹⁰ de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.

Comité de Calificación



Ing. Julio Fleve



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrian Tamber

¹⁰. **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.**