

CARE

CALIFICADORA DE RIESGO

**ACTUALIZACIÓN DE
CALIFICACION DE RIESGO DE
TITULOS MIXTOS DEL DOMINIO
FIDUCIARIO DEL
“FIDEICOMISO FINANCIERO
TIERRAS DEL LITORAL”**

Montevideo, octubre de 2020

4	RESUMEN GENERAL
6	I INTRODUCCION
10	II EL FIDEICOMISO Y LOS TITULOS MIXTOS
12	III LA ADMINISTRACION
16	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS
23	V EL ENTORNO
33	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

**Actualización de la Calificación de Oferta Pública.
26 octubre 2020**

Denominación:	Fideicomiso Financiero Tierras del Litoral
Fiduciario:	Winterbotham Fiduciaria S.A. Administradora de fondos de inversión.
Operador/aparcero:	Agropecuaria del Litoral S.A.
Agente de Registro y Pago:	Winterbotham Fiduciaria S.A. Administradora de fondos de inversión.
Entidad Representante:	BEVSA
Títulos emitidos:	Títulos Mixtos escriturales de Oferta Pública.
Moneda:	Dólares americanos
Importe de la emisión:	USD 50.000.000 (cincuenta millones de dólares).
Plazo:	15 años con opción a tres años más.
Fecha de suscripción de valores:	3 y 4 de setiembre de 2018.
Activos del Fideicomiso:	Inmuebles rurales, infraestructura de riego, arrendamientos, entre otros.
Estructura:	Guyer & Regules (asesor legal) y Nobilis (agente organizador)
Calificadora de Riesgo	CARE Calificadora de Riesgo
Comité Calificación:	Martín Durán, Julio Preve y Adrián Tambler.
Calificación de Riesgo:	BBB.uy
Vigencia:	hasta 30 de abril de 2021.
Manual:	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros.

Resumen General

CARE ha actualizado la calificación de los títulos mixtos en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero Tierras del Litoral, 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 cual surge del informe jurídico que se anexó a la calificación original (www.care.com.uy).
- Un diseño de gobierno corporativo que minimiza el riesgo a los inversionistas y que hasta la confección del presente informe ha funcionado en forma adecuada, disponiendo de informes del fiduciario, del operador y del comité de vigilancia.
- La capacidad de gestión del operador, Agropecuaria del Litoral, resulta crucial para el desarrollo del proyecto y por tal motivo pondera de modo significativo en la calificación. En este sentido, los avances logrados desde la puesta en funcionamiento del proyecto vienen demostrando capacidad de llevar adelante el mismo, lo que se observa en los informes de gestión, que son confirmados por el Comité de Vigilancia.
- Un negocio que desde el punto de vista económico financiero para el inversor, soporta los stresses ajenos al negocio a los que razonablemente la emisora y la calificadora han sometido el proyecto en la calificación original. En esta oportunidad, y a la luz de los cambios en el panorama financiero internacional, se recalculó la tasa de retorno esperada del capital, manteniéndose las conclusiones (véase Sección IV).
- Un proyecto que desde el punto de vista físico y económico supera en el mismo sentido que en el punto anterior, diversas pruebas; y que al mismo tiempo se destaca por el nivel de cobertura de múltiples variables consideradas. Por otra parte el operador se compromete a asegurar un ingreso mínimo, hasta ahora cumplido, lo que supone un mayor compromiso con el proyecto. Asimismo, los títulos mixtos emitidos, establecen que el 25% de la emisión es deuda al 6% de interés y el restante 75% es participación en el proyecto.
- Ya se compraron 4 establecimientos por un total de 4.309 hectáreas de buenos campos agrícolas del litoral y se firmó un boleto de reserva por un quinto predio de 714 hectáreas; asimismo se están negociando otros dos predios más con lo que se completaría el período de inversión en campos. Hasta la fecha, el precio promedio de compra es de 6.126 USD/ha más gastos de adquisición y con una previsión de superar las 3.000 bajo riego cuando se complete el período de inversión. Están previstos tres años para la compra de los campos por lo que se vienen cumpliendo los compromisos mínimos.

- Se ha avanzado en las gestiones necesarias para la realización de los proyectos de riego. Los permisos ya se han solicitado y es inminente la obtención de los mismos, por lo que ya han comenzado los movimientos de tierra para la realización de las represas. Ya se han contratado las obras, hay muchos equipos en el terreno y se han comenzado a enterrar los caños de distribución del agua. Según informa el operador y confirma el comité de vigilancia el cronograma de puesta en producción de los distintos campos se está cumpliendo tal como fue previsto en el Plan de Tareas 2019 – 2021.
- La campaña agrícola 19/20 finalizó con rendimientos y precios en línea o por encima a lo proyectado, totalizando ingresos netos totales un 7% superiores al proyectado (USD 667,7 mil). Los ingresos brutos de la campaña alcanzaron la suma de USD 746.200 (90,7% correspondientes a aparcería agrícola, 8,7% a arrendamiento ganadero y el restante 0,6% a otros ingresos). Importa destacar que no toda el área estuvo disponible para la explotación ya que parte de la superficie fue recibida en el correr de la zafra
- Para la campaña agrícola 20/21 se proyecta un ingreso neto total de USD 859.000. Este es el escenario base en el que considera toda la producción en seco; no obstante existe la posibilidad de lograr regar parcialmente cierta área en los campos en los que están más avanzadas las inversiones en riego, con lo que se comenzaría a regar un año antes de lo planificado.
- Destaca la alineación de incentivos entre el fideicomiso y el operador ya que este último se comprometió a adquirir títulos por hasta un 5% del monto de la emisión con un total de 2,5 millones de dólares. Asimismo, el operador se obliga a abonar al Fideicomiso por la totalidad de las hectáreas bajo explotación agrícola un monto mínimo anual equivalente a 600 kg. de soja por hectárea y por año, asegurando de esta forma un ingreso mínimo y reduciendo riesgos para los inversores.
- Para el caso de los commodities agrícolas, la coyuntura se presenta más favorable que en los años más recientes. La pandemia no ha modificado mayormente y hasta ahora, la demanda ni la oferta de alimentos, pero los precios han mostrado una recuperación continua en los meses más recientes. Esto es consecuencia de una demanda sostenida y levemente creciente por parte de China (en soja), sumado a la debilidad del dólar y una menor cosecha en los Estados Unidos de América producto de un clima adverso. La agricultura se presenta hoy en día como una oportunidad coyuntural, con la amenaza de una posible falta de agua en el verano próximo producto de la sequía. Para el largo plazo, la bibliografía consultada mantiene las proyecciones respecto de que los precios nominales en el largo plazo tendrán aumentos, pero por debajo de la inflación del dólar.
- El mercado de tierra agrícola, si bien está afectado por coyunturas de corto plazo así como de decisiones nacionales e internacionales de políticas que afectan el tipo de cambio real, para el largo plazo presenta tendencias de incremento en sus precios, aunque a tasas menores a las proyectadas en años anteriores.
- No se advierten amenazas en lo que respecta a las políticas públicas.

I. INTRODUCCIÓN

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para actualizar la calificación de los títulos mixtos del fideicomiso financiero nominado "Fideicomiso Financiero Tierras del Litoral".

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 TIR.s derivado de múltiples simulaciones razonables para el proyecto en la primer calificación, las siguientes 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 fija, salvo en el 25% de la emisión. Por tanto la nota no dependerá estrictamente del alcance de las Tasas Internas de Retorno calculadas en el proyecto ni de los costos de oportunidad del capital de los inversores. En definitiva, la nota seguirá entre otros criterios el cumplimiento del proyecto y el alcance de una rentabilidad mínima que se juzgue aceptable en ocasión de cada recalificación.

CARE Calificadora de Riesgo es una calificadora con registros y manuales aprobados por el Banco Central del Uruguay a partir 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: www.care.com.uy 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. Asimismo, en oportunidad de la calificación original, CARE contrató los servicios del Dr. Leandro Rama.

La vigencia de esta actualización es hasta el 30 de abril de 2021. Más allá de las actualizaciones de norma, la calificación puede variar ante la aparición de hechos relevantes. En los primeros años del proyecto se considerarán hechos relevantes la evolución semestral de la compra de tierras así como la concreción de la infraestructura de riego prevista en el Prospecto.

2. Antecedentes generales y hechos salientes del período

• Antecedentes generales

El objeto principal del “Fideicomiso Financiero Tierras del Litoral” fue la emisión de los valores de oferta pública a los efectos de obtener los recursos necesarios para la estructuración de una opción de inversión a largo plazo, respaldada por el retorno de operaciones inmobiliarias, sin perjuicio de distribución de utilidades cada año producidas por el ingreso de aparcería.

El prospecto original establece la compra de aproximadamente 6.000 hectáreas de campo, para ser explotadas mediante contrato de aparcería. El operador/aparcero es Agropecuaria del Litoral S.A, quien por cuenta del Fideicomiso realizará importantes inversiones en infraestructura de riego para aumentar la productividad de la explotación en arrendamiento.

Se están emitiendo Títulos Mixtos escriturales de Oferta Pública, con un valor nominal total de USD 50.000.000 (dólares estadounidenses cincuenta millones). Estos títulos tienen un componente deuda (25%) a amortizarse al final con un interés del 6% efectivo anual, pagadero anualmente sujeto a disponibilidad, y un componente Participación (75%) que recibirá en forma anual los Fondos Netos Anuales Distribuibles (si existen) en cada fecha de pago anual, y al momento de extinción del Fideicomiso, los Fondos Netos Remanentes en la Fecha de Pago Final.

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 agente/aparcero. El plazo de la inversión es de 15 años, pudiendo extenderse tres años.

Las principales características del proyecto son:

- Respecto del ingreso bruto total estimado (con una tasa de descuento de 4.35%), un 68% correspondería aproximadamente a la venta de la tierra al final del proyecto, y un 32% a los ingresos por aparcería.
- En el prospecto se plantea un conjunto de exigencias mínimas de desempeño que permiten evaluar la marcha del proyecto, ya que son considerados como obligaciones de resultado. Estas refieren al plazo de adquisición de inmuebles (3 años), porcentaje de área agrícola (al menos 55%), calidad de suelo y potencial de riego (al menos el 40% del área agrícola). Por el momento el proyecto viene cumpliendo a satisfacción con estas exigencias mínimas.

Avances en la ejecución del plan de negocios

- El Fideicomiso obtuvo la autorización de adquisición de inmuebles rurales por parte del Poder Ejecutivo el 17 de diciembre de 2018 en un tiempo más reducido que el esperable para este tipo de trámites.
- El fideicomiso ya cuenta y explota 4 predios con una superficie total de 4.309 ha de excelentes campos del litoral, adquiridos a un promedio de 6.031 USD/ha más gastos de adquisición.

- La primer campaña agrícola (2019-2020) cerró con rendimientos en línea o superiores al proyectado, en cuanto a precios todos fueron superiores a lo esperado. Hasta el momento los ingresos netos por aparcería agrícola totalizan USD 598.000 versus USD 557.000 (+7%) de presupuesto ajustado al área final de siembra y versus los 586.000 dólares presupuestados originalmente. Cabe aclarar que aún no están disponibles las liquidaciones finales de soja, razón por la cual el cierre que informa el operador es preliminar.
- Las labores de cosecha se pudieron realizar en forma normal pese a las limitantes que impuso la pandemia, ya que no cerraron plantas de recibo ni empresas transportistas, ni hubo casos de Covid-19 en los contratistas de cosecha. El clima fue muy favorable durante abril y mayo para terminar la cosecha en tiempo record.
- Luego de un extenso y competitivo proceso de selección y mejora de ofertas durante el último trimestre de 2019 y el primer trimestre de 2020 se cerró la contratación de los proyectos de riego, represas y líneas eléctricas. Se logró una contratación con altísimos niveles de calidad y prestaciones, seguridad y cuidado ambiental en valores en línea con el proyectado.
- **Hechos salientes del período**
 - El 9 de julio de 2020 se firmó el boleto de compraventa del Predio 5 a un valor de 6.850 USD/ha. Son 714 hectáreas de un campo agrícola en Rio Negro que ya cuenta con una represa para riego y muy buenas instalaciones. Con esta última adquisición, una vez que se completen todos los proyectos de riego y mejoras se habrá completado el 82,5% de la inversión del FFTDL a un promedio de compra de USD 6.126 USD/ha vs un proyectado de 7.035 USD/ha (-12,9 %).

Cuadro 1: Característica de los predios adquiridos a diciembre de 2019.

Unidad Productiva	Área total (has)	Coneat promedio	Porcentaje agrícola ¹	Superficie bajo riego	Valor (U\$S/ha)	Proyecto riego (USD/ha efectiva)
Campo 1	701	159	72%	340	6.654	3.331
Campo 2	1.784	142	60%	837	5.664	2.606
Campo 3	899	163	74%	526	6.000	2.577
Campo 4	924	180	79%	434	6.300	2.549
Campo 5	714	221	78%	s/d	6.850	s/d
Total	5.021	166	70%	2.137	6.126	2.688

Fuente: El Operador, Comité de Vigilancia y el Fiduciario
CARE dispone del detalle de cada establecimiento

- Se espera poder completar la etapa de inversión del FFTDL durante el transcurso del año 2020; se realizaron ofertas por dos campos y se está negociando. De acuerdo al actual ritmo de compras, se viene cumpliendo a satisfacción con el cronograma y los compromisos mínimos.

- Para la zafra en curso (campaña 20/21), se proyecta un ingreso neto total de USD 859.000. Este es el escenario base que considera toda la producción en secano. Existe de todas maneras la posibilidad de lograr regar parcialmente cierta área de dos de los campos un año antes de lo planificado.
- Se vienen realizando a buen ritmo las inversiones en riego, a pesar de que aún no están las autorizaciones finales, aunque están todas muy prontas a salir. En dos de los predios, al 30 de junio de 2020 ya se había alcanzado el 50% de la inversión en la distribución del agua y existe la posibilidad de que se pueda regar algo este año. La 30 de junio de 2020 ya se han comenzado a realizar algunos movimientos de suelo preparatorios
- Se ha avanzado en la permuta o compraventa de hectáreas de vecinos, destinadas a la construcción de las represas proyectadas.
- El 26 de mayo de 2020 se promulgó un nuevo Decreto que otorga beneficios transitorios adicionales para los proyectos de inversión al amparo de la Ley de Inversiones (Ley N° 16.906 de 1998). El beneficio marginal que se obtenga va a depender de varias circunstancias tales como grado de avance de las obras pero el operador proyecta un beneficio impositivo adicional de un monto superior a los USD 3 MM. Esto genera un impacto muy favorable al Fideicomiso Financiero Tierras del Litoral logrando que prácticamente el 90% de la inversión en riego y mejoras pueda ser deducida de IRAE.
- Dentro de la política medioambiental de largo plazo de ADL se encuentra tramitando la certificación de la Norma ISO 14.001 (Gestión Medioambiental). Se está en la etapa de implementación de dicha norma esperando lograr la certificación de la misma a comienzos de 2021.
- El 24 de setiembre de 2020 se realizó una integración de 5 millones de dólares, alcanzando de esta manera un total de 40 millones de dólares.

3. Información analizada

La información analizada, fue la siguiente:

- Informes trimestrales del operador, el último al 30 de junio de 2020.
- Estados Contables de Agropecuaria del Litoral al 30 de junio de 2020.
- Estados Contables intermedios del Fiduciario al 30/06/2020.
- Estados Contables intermedios del Fideicomiso al 30/06/2020.
- Informe de Comité de Vigilancia con fecha 17 de agosto de 2020.
- Entrevistas con el socio y CEO de Agropecuaria del Litoral.

II. EL FIDEICOMISO Y LOS TÍTULOS MIXTOS

Se ofrecieron en oferta pública títulos mixtos del Fideicomiso Financiero Tierras del Litoral, creado por contrato correspondiente de fideicomiso financiero. Este contrato, los títulos y los demás contratos citados se analizan en la presente sección.

1. Descripción general

Denominación:	Fideicomiso Financiero Tierras del Litoral
Fiduciario:	Winterbotham Fiduciaria S.A. Administradora de fondos de inversión.
Operador/ Aparcero:	Agropecuaria del Litoral S.A.
Agente de Registro y Pago:	Winterbotham Fiduciaria S.A. Administradora de Fondos de Inversión.
Entidad Representante:	Bolsa Electrónica de Valores SA
Cotización bursátil:	BVM y BEVSA
Organizador:	Nobilis y Estudio Jurídico Guyer & Regules
Títulos a emitirse:	Títulos Mixtos
Activos del Fideicomiso:	Inmuebles rurales, infraestructura de riego, contratos de aparcería, entre otros.
Moneda:	Dólares Americanos
Importe de la Emisión:	USD 50.000.000 que fueron suscriptos entre el 3 y el 4 de setiembre de 2018
Plazo:	15 años
Distribuciones:	Anuales, según prospecto
Calificadora de Riesgo:	CARE calificadora de Riesgo
Calificación de Riesgo:	BBB (uy)

2. El análisis jurídico

El análisis jurídico se agregó en el Anexo I de la calificación original (Informe de Contingencias Jurídicas, véase 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 normas vigentes, etc.

Concluye: "En síntesis y contemplando todos los aspectos involucrados, el negocio fiduciario proyectado cuenta con un razonable grado de cobertura, no advirtiendo riesgos jurídicos asociados al proceso de emisión."

3. Riesgos considerados

Riesgo jurídico de estructura. Comprende el análisis de la eventualidad de incumplimientos en el pago a los beneficiarios, derivado de defectos en la estructura jurídica por no cumplir con alguna norma vigente, así como eventualmente por la aplicación de sentencias judiciales derivadas de demandas de eventuales perjudicados por la creación oportunamente descrita. Visto el informe antes mencionado se concluye que el *riesgo jurídico de estructura se considera casi nulo*.

Riesgo por iliquidez. Los títulos 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*.

III. LA ADMINISTRACIÓN

Las características de la emisión hacen necesario analizar dos empresas administradoras: Winterbotham Fiduciaria SA en su condición de emisora y fiduciaria del fideicomiso financiero, y Agropecuaria del Litoral SA en su condición de operador 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. La Fiduciaria

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

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

En esta oportunidad, la fiduciaria presenta EE.CC intermedios al 30/6/20¹. De los mismos se extrae la información que se expone en los cuadros siguientes:

Cuadro 2: Estado de Situación de Winterbotham (miles de \$)

Concepto	30/06/2020	31/12/2019	31/12/2018
Activo	46.517	39.529	29.289
Activo Corriente	7.058	4.000	1.419
Activo no Corriente	39.459	35.528	27.870
Pasivo	29.748	26.020	17.949
Pasivo Corriente	3.412	2.788	1.420
Pasivo no Corriente	26.337	23.233	16.529
Patrimonio	16.768	13.508	11.340
Total Pasivo y Patrimonio	46.517	39.529	29.289
Razón Corriente	2,07	1,43	1,00

Fuente: EE.CC Winterbotham

Cuadro 3: Estado de Resultados de Winterbotham (miles de \$)

Concepto	30/06/2020	30/06/2019	31/12/2019
Ingreso de actividades ordinarias	8.455	4.129	10.017
Gastos de Administración	(5.157)	(3.823)	(8.104)
Resultado Operativo	3.298	307	1.913
Resultados de inversiones y financiamiento	1.149	518	1.027
Resultados antes de Impuestos	4.448	824	2.940
Impuesto a la Renta	(1.188)	(384)	(772)
Resultado del Periodo	3.260	440	2.168

Fuente: EE.CC Wintherbotham

Su activo principal (no corriente) lo constituyen sus depósitos en garantías en el BCU de acuerdo a la normativa vigente. Si bien no generan intereses, en

¹ La firma Auren, en su informe de revisión destaca que ante la crisis sanitaria, la Dirección de la empresa expresa que, dada la solidez financiera de los clientes a los que presta servicio, el impacto que eventualmente podría provocar en sus estados financieros no es significativo. Auren, lo reconoce como un hecho relevante que no implica ajuste en dichos EECC al 30/6/20.

buena medida se encuentran depositadas en UI.

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

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

2. Agropecuaria del Litoral SA (ADL)

Se trata en este caso de la evaluación acerca de su capacidad de ejecutar el proyecto productivo. CARE ha formado su juicio a través de distintas fuentes; 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, así como en visitas de campo.

ADL fue constituida con el nombre DEMILOR SA en 2002; posteriormente, por resolución de Asamblea Extraordinaria de 14 de diciembre de 2004 se modificó su nombre por el actual "AGROPECUARIA DEL LITORAL S.A". La sociedad está regida por la ley No. 16.060 de Sociedades Comerciales. Cuenta con un capital social de \$ 1.200.000 representado en títulos físicos nominativos en un 100 % a nombre de personas físicas.

Su actividad principal consiste en la explotación de inmuebles rurales de su propiedad y arrendados a terceros, para la actividad agrícola. La sociedad es propietaria del 100 % de las acciones de Cosechas del Litoral SA y Tenur Business SA.

La información que se tuvo en cuenta al momento de la calificación original básicamente se mantiene incambiada por lo que no corresponde reiterarla acá. En particular se tuvo en cuenta los antecedentes relevantes en administración de campos con las mismas características y en aplicación de similar plan de negocio así como la idoneidad de los profesionales a cargo.

La conclusión fue que ADL no mereció ninguna objeción en tanto responsable de ejecutar el plan de negocios propuesto en esta operación, conclusión que se mantiene.

Situación económico financiera

La firma cierra ejercicio el 30 de junio de cada año siguiendo la lógica de los ejercicios agropecuarios. El último disponible fue al cierre del 30/6/20 confirmando una sólida situación patrimonial.

Su situación patrimonial y financiera es relevante por cuanto en esta operación, ADL se compromete no solamente a adquirir hasta USD 2.5 millones en títulos (a lo largo del periodo de inversión) sino, a asegurar un ingreso mínimo al fideicomiso independientemente de sus resultados operativos. A la luz de la situación económico financiera de la firma, nada indica que el cumplimiento de estos compromisos suponga una dificultad.

En definitiva, en tanto no ha ocurrido nada en el último periodo que haga cambiar la valoración de CARE acerca de la idoneidad de ADL para ejecutar esta operación, se mantiene el juicio positivo.

El Fideicomiso

El contrato de fideicomiso se celebró el 8/11/17 y fue modificado el 3/7/18 y 23/7/18. Con fecha 11/9/18 se libra el primer documento de emisión en que se da cuenta que entre los días 3 y 4 de setiembre de ese año se llevó a cabo la oferta pública por suscripción de valores habiéndose recibido ofertas por USD 55.515.000, superior al máximo a ser emitido que será de USD50 millones; esta última cifra, en consecuencia fue la suscripta y como se ha dicho, se trata de Títulos Mixtos compuestos por 25 % de deuda que devengarán un interés anual de 6 % y el resto como Certificados de Participación. Los intereses se pagan anualmente o en ocasión de cada nueva integración sujeto a disponibilidad.

Al 30/6/20 se llevan emitidos e integrados títulos por valor USD 35 millones de los cuales, USD 8.75 millones son deuda y devengarán una tasa del 6 % anual mientras que los USD 26.25 millones restantes son CP:

Posteriormente, con fecha 24/9/20 se realizó una nueva emisión por USD 5 millones, totalizando un total acumulado a esa fecha de USD 40 millones; restando USD 10 millones para completar el máximo autorizado.

A continuación se expone resumidamente el estado de situación intermedio del Fideicomiso al 30 de junio de 2020. Si bien la moneda funcional es el dólar americano, los EE CC se presentan en moneda nacional (moneda de presentación)

Cuadro 4: Estado de Situación del Fideicomiso (miles \$)

Concepto	30/06/2020	31/12/2019	31/12/2018
Activo	1.516.363	1.145.885	154.953
Activo Corriente	195.786	87.260	154.953
Activo no Corriente	1.320.578	1.058.625	-
Pasivo	431.154	326.413	46.103
Pasivo Corriente	14.750	10.051	6.997
Pasivo no Corriente	416.404	316.362	39.106
Patrimonio	1.085.209	819.472	108.832
Total Pasivo y Patrimonio	1.516.363	1.145.885	154.935
Razón Corriente	13,27	8,68	22,15

Fuente: EE.CC Fideicomiso Tierras del Litoral

El tipo de cambio a la fecha de cierre del semestre (30/6/20) era de \$ 42,212 por dólar por lo que el patrimonio contable a dicha fecha era de USD 25,7 millones. Esto es consistente con la emisión realizada hasta la fecha de cierre (USD35 millones) en que el 25 % se considera pasivo por ser título de deuda que devenga un interés fijo de 6% anual. En consecuencia, el patrimonio contable debe compararse con el componente de la emisión que se considera CP, en este caso USD 26,25 millones.

Tal como se describe en otra sección de este informe, se llevan adquiridos 4 campos cuyo valor razonable al 30/6/20 se estimó en USD 30,8 millones; antes del cierre anual se deberá hacer una nueva tasación a valor razonable. Posteriormente, en julio 2020 se firmó un nuevo boleto de reserva para la adquisición de un predio de 714 hás en el Departamento de Río Negro.

En el cuadro siguiente se muestra sintéticamente el estado de resultados del periodo.

Cuadro 5: Estado de Resultados del Fideicomiso (miles \$)			
Concepto	30/06/2020	30/06/2019	31/12/2019
Ingreso de actividades ordinarias	24.979	159	3.442
Costos asociados a los arrendamientos	(3.203)	(4.763)	(5.770)
Cambio valor razonable de campos	-	-	53.330
Resultado operativo bruto	21.776	(4.604)	51.002
Gastos de administración	(4.156)	(3.126)	(6.948)
Otros gastos	(84)	(1)	(227)
Resultado Operativo	17.536	(7.730)	43.828
Resultados financieros	(9.718)	(2.251)	(9.019)
Resultados derivados posición monetaria	4.603	(16)	(67)
Resultado antes de impuestos	12.422	(9.996)	34.742
IRAE	(12.449)	-	(38.991)
Resultado del ejercicio	(27)	(9.996)	(4.249)
Ajuste por conversión	-	-	63.194
Resultado integral del ejercicio	(27)	(9.996)	58.945

Fuente: EE.CC Fideicomiso Tierras del Litoral

Del comparativo con el mismo periodo del año anterior queda claro que, aún sin haber completado el periodo de inversión, la actividad es consistente con las inversiones realizadas.

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 casi nulo.*

Riesgo administración, considerando la idoneidad para cumplir con la función de ADL SA y Winterbotham. En virtud de todos los análisis practicados; considerando su experiencia previa; considerando también su compromiso con el proyecto; teniendo presente el seguimiento que hará el Fiduciario de aspectos centrales para su desempeño así como el Comité de Vigilancia con amplias atribuciones y que, en última instancia se contempla la eventualidad de cambio de los administradores; se considera que el *riesgo de incumplimiento de la administradora con las responsabilidades del proyecto es muy bajo.*

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

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

1. Bienes fideicomitidos y aspectos descriptivos del proyecto

El objeto principal del “Fideicomiso Financiero Tierras del Litoral” es obtener rentabilidad para los inversores a través de la valorización de los campos adquiridos así como de los ingresos logrados bajo la modalidad de aparcería en una explotación agropecuaria lograda en parte, bajo riego. El Fideicomiso es constituido con el objeto de adquirir inmuebles rurales en las zonas de mejores tierras del país, con aptitud agrícola, en los cuales se incorporará valor a través de la instalación en los mismos de sistemas de riego, con cargo al patrimonio fiduciario. En efecto, las inversiones en riego determinan un aumento en la producción y con ello producen un incremento en el valor de la hectárea.

Las proyecciones económicas se presentaron por un período igual a la duración del fideicomiso, o sea 15 años, sin considerar la posibilidad de extender el plazo por tres años más. El modelo de negocios se sustenta bajo el supuesto de adquirir algo más de 6.000 hectáreas, las que representarían un área agrícola de 4.466 hectáreas (74% del área adquirida) de las que aproximadamente 2.332 has (52% del área agrícola) explotadas en secano y 2.134 has bajo riego (48% del área agrícola). No se ha terminado el proceso de adquisiciones de campos, por lo que no existen aún elementos que justifiquen actualizar esas proyecciones.

Los supuestos utilizados en las proyecciones, en su mayoría compartidas por CARE son:

- Razonable monto asignado a la inversión inicial. Hasta el momento las compras de campos se han realizado a valores por debajo de lo previsto en el prospecto, lo que de confirmarse podría mejorar la rentabilidad del plan de negocios.
- Estimación completa de gastos.
- El punto clave, es la estimación del incremento en el valor de los campos (6% anual). Ese porcentaje puede parecer alto en la actual coyuntura, no obstante se partirá de un valor que ha caído en los últimos años. Para CARE un valor razonable de incremento anual del precio de la tierra debería contemplar un valor aproximado a la inflación americana (1 a 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 debería ubicarse entre un 3 y un 4% en dólares corrientes. El modelo considera también un aumento por única vez de un 10% por la instalación del riego, lo que luce razonable aunque no se dispone información estadística nacional para respaldo.

Con respecto a los supuestos sobre los ingresos por aparcería, CARE los considera razonables: los precios iniciales, los rendimientos por ha de los cultivos, el aumento de la productividad por año, y los costos de comercialización. Los precios iniciales resultan relativamente altos en algunos casos, ya que fueron estimados en base a un promedio de los últimos 10 años, por este motivo se sensibilizó fuertemente el flujo de fondos en la calificación original.

Para la zafra 19/20, los ingresos para el fideicomiso fueron de aproximadamente 668 mil dólares (falta ajustar los precios finales de la soja), un 91% explicado por la agricultura. Estos ingresos estuvieron en línea con lo esperado para el primer año del fideicomiso pero por debajo de lo que serán los ingresos de los próximos años. Hay que tener en cuenta que no se disponía de la totalidad del área, no se ha instalado aún el riego y además los campos no fueron explotados durante un año completo.

Para la zafra en curso los ingresos esperados para el fideicomiso serán mayores (860 mil dólares), pero igualmente menores a los esperados en los próximos años, ya que si bien la superficie será mayor a la campaña anterior, aún no se cerró la etapa de inversión en tierras y las inversiones en riego están avanzando pero no se regará en esta zafra 20/21 (puede haber si una pequeña área a regar en alguno de los campos).

Cuadro 6: Producción total e ingresos netos esperados para el fideicomiso (campaña 20/21)

Concepto	Hás plantadas	Rend. Kg/ha	Toneladas	Ing. neto (USD)
Soja de primera	1.995	2.640	5.266	398.000
Soja de segunda	1.407	2.270	3.193	238.000
Trigo	177	3.580	632	18.000
Cebada	105	3.590	376	13.000
Colza	1.123	1.700	1.909	116.000
Ganadería				77.000
TOTAL	4.806			860.000

Fuente: El Operador

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

El Proyecto planteado en el prospecto presentó una Tasa Interna de Retorno del 7,8% en base a supuestos físicos y de precios de la tierra razonables como ya se mencionó.

Es importante tener presente que en este fideicomiso se emitieron títulos mixtos, los cuales tienen un componente deuda (25%) a amortizarse al final con un interés del 6% efectivo anual y un componente participación (75%). O sea que la rentabilidad para el inversor tendrá una parte fija de rendimiento y otra que dependerá del resultado del plan de negocios. El flujo financiero con el cual se calcula la TIR considera como un costo fijo el pago de los intereses anuales, los que se pagan de acuerdo al contrato cuando existan fondos netos a distribuir. De esta forma, si la TIR del proyecto es mayor al 6% la deuda apalanca el proyecto, de lo contrario si es menor a ese valor la cuota parte de deuda reduce la rentabilidad.

Las variables clave en las proyecciones del flujo de fondos refieren a la evolución esperada del precio de la tierra, la evolución esperada del precio de los productos agrícolas y la productividad de la hectárea producto de la implementación de la infraestructura de riego y la proporción de área regada en los campos.

Existe un diseño del modelo de negocio que mitiga diferentes riesgos inherentes a la actividad agrícola. Por ejemplo, operador se obliga a abonar al Fideicomiso por la totalidad de las hectáreas bajo explotación agrícola un monto mínimo anual equivalente a 600 kg. de soja por hectárea y por año, que actuaría en años de muy baja producción, asimismo se contratan seguros para cubrir eventos climáticos adversos y coberturas de precios para reducir la volatilidad de los precios.

En el Cuadro 7 se presenta un análisis de sensibilidad elaborado por el estructurador para el prospecto original, sobre la base de una variación, al alza y a la baja en los precios de los granos y en los rendimientos esperados. Del mismo surge una TIR entre 6,44% y 9,44%, respondiendo la más baja a una caída de un 25% en la variación de los precios y un reducción de un 25% también en la variación de los rendimientos, durante los 15 años.

Cuadro 7. Sensibilidad de la TIR a la variación en los precios de los granos y al rendimiento de los cultivos (100% = presup)

	TIR Fideicomiso	Variación en Precios				
		75%	88%	100%	113%	125%
Variación en Rendimientos	75%	6,44%	6,71%	6,98%	7,24%	7,51%
Variación en Rendimientos	88%	6,76%	7,07%	7,39%	7,70%	8,01%
Variación en Rendimientos	100%	7,06%	7,43%	7,79%	8,15%	8,51%
Variación en Rendimientos	113%	7,37%	7,78%	8,19%	8,60%	8,98%
Variación en Rendimientos	125%	7,67%	8,13%	8,59%	9,02%	9,44%

Fuente: Prospecto

En el cuadro 8 presentado por el estructurador, expone la respuesta del retorno, según variaciones en las proyecciones de precios de compra de la tierra y diferentes tasas de valorización.

Cuadro 8. Sensibilidad de la TIR a la tasa de crecimiento anual compuesto (CAGR) en el valor de venta de la tierra y al valor promedio de compra de la misma

TIR Fideicomiso	% CAGR Valor Tierra							
	0,00%	2,00%	4,00%	6,00%	8,00%	10,00%	12,00%	
Valor de Compra								
Promedio (USD/ha)	5.884	5,02%	5,99%	7,08%	8,28%	9,60%	11,01%	12,50%
	6.374	4,73%	5,71%	6,83%	8,05%	9,38%	10,81%	12,32%
	6.864	4,47%	5,48%	6,61%	7,85%	9,20%	10,64%	12,16%
	7.035	4,39%	5,40%	6,54%	7,79%	9,14%	10,59%	12,12%
	7.845	4,06%	5,09%	6,25%	7,52%	8,90%	10,37%	11,91%
	8.335	3,88%	4,93%	6,10%	7,39%	8,78%	10,25%	11,81%
	8.825	3,73%	4,79%	5,97%	7,27%	8,67%	10,15%	11,72%

Fuente: Prospecto

Se observa que en el escenario más desfavorable, (valores de compra, cercanos a los USD 9 mil y tasa de valorización nula), la TIR del inversor se situaría en 3,73%. Vale la pena mencionar que el precio de venta de la tierra representa el 68% de los ingresos del fideicomiso y que además, este escenario es imposible, ya que se ha adquirido más de las tres cuartas partes de la tierra y los precios medios están por debajo de los 6.500 dólares la hectárea (6.126 USD/ha más gastos).

2.1 Replanteo del Flujo de Fondos

En el flujo de fondos presentado en el modelo de negocios, los supuestos fundamentales para la obtención de la TIR son en general compartidos (evolución del precio de la tierra, rendimientos, etc.). No obstante lo anterior, podría suponerse una situación un poco más desfavorable tanto para los precios agrícolas como para las esperadas evoluciones del precio de la tierra. En relación a los precios de los granos, las proyecciones para la próxima

década de casi todos los especialistas coinciden en que la evolución serían algo menores que el promedio utilizado por el estructurador en el modelo, que lo situó en 3% en general (véase Sección V). En relación al precio de la tierra, si bien el 6 % está por debajo del comportamiento histórico, podría verificarse un incremento menor habida cuenta que los valores ya se han ajustado al alza entre 2004 y 2015. Para CARE, como ya fuera comentado, un incremento razonable para el aumento del precio de la tierra debería estar entre 3 y 4%, contemplando de esta manera la inflación del dólar y el incremento de la productividad de la tierra.

Al respecto, sobre el modelo presentado por el estructurador, CARE sensibilizó en oportunidad de la anterior calificación la respuesta en cuanto a la TIR esperada, en función de distintas tasas de evolución de los precios de los productos agrícolas y variaciones del precio de la tierra (cuadro 9). Los resultados muestran que incluso en la situación extrema de que no haya incrementos en los precios de la tierra ni en el de los granos, la TIR tendría valores positivos. También puede observarse en el cuadro que la evolución del precio de la tierra tiene un mayor impacto en la TIR que en el de los granos. En la situación más probable (aumento del 2% en los precios de los productos y un 4% en el precio de la tierra la TIR sería del 5,8%.

Cuadro 9. Sensibilidad de la TIR a diferentes tasas de evolución del precio de los productos e incrementos en el valor de la tierra

		% de aumento del precio de la tierra			
		6,0%	4,0%	2,0%	0,0%
Variación de los precios de los granos	3,00%	7,8%	6,6%	5,5%	4,5%
Variación de los precios de los granos	2,00%	7,6%	5,8%	5,2%	4,2%
Variación de los precios de los granos	1,00%	7,3%	5,6%	5,0%	4,0%
Variación de los precios de los granos	0,00%	7,1%	5,4%	4,8%	3,7%

Fuente: CARE en base a datos del estructurador

Importa destacar la fortaleza que para este fideicomiso implica la inexistencia de vacancia en la explotación de los campos, ya que desde el inicio y durante toda la vigencia del proyecto, los predios son explotados por el operador bajo la forma de aparcería.

2.2 Análisis de riesgo, escenario volátil.

Con el objetivo de sensibilizar aún más la tasa interna de retorno del Proyecto, se realizó en la primera calificación un análisis apoyado en el método de simulación Monte Carlo. Éste consiste en asignar distribuciones de frecuencia a algunas variables exógenas del modelo, de forma de generar aleatoriedad al análisis.

A modo de estresar el modelo, CARE definió escenarios de mayor volatilidad de los presentados en el prospecto de emisión. Para ello definió factores críticos de riesgo del modelo adicionales, los que tienen una incidencia directa en los indicadores de rentabilidad del proyecto.

En el cuadro 10 se indican los valores esperados de los factores mencionados para la simulación en la que se supuso que sus valores fluctúan de acuerdo con distribuciones de probabilidad normales.

Cuadro 10. Variables sensibilizadas

Variable	Distribución	Media	Coef. de dispersión
Variación anual del precio de la tierra	Normal	5,50%	50%
Variación anual del precio de los productos	Normal	5,00%	50%

Fuente: CARE

Se estimó una simulación de 10000 iteraciones y suponiendo un escenario por demás volátil para las dos variables que representan el total de los ingresos del Fideicomiso. Tanto para el caso de la tierra como para el caso de los precios de los productos agrícolas se supuso una distribución normal.

En base a los resultados obtenidos, la TIR esperada sería de 8,0% y evidencia un 100% de probabilidad de ubicarse en valores superiores al 1,0%, y un 90 % de probabilidad de superar el 4,5%.

Cuadro 11. Rentabilidad media, máxima y mínima del Proyecto

VARIABLE	Min.	Prom.	Max.
TIR (%)	1,1	8,0	15,0

Fuente: CARE

Estas sensibilizaciones muestran que el modelo de negocios propuesto en el prospecto de emisión sortea diferentes escenarios adversos.

3.- Nueva estimación del Costo de oportunidad del capital

Con el objetivo de testear algunos cambios en las tasas de interés internacionales y en el riesgo país ocurridas en los últimos tiempos, CARE actualizó el análisis del costo de oportunidad del capital para descontar los flujos de fondos, en el entendido de que se constituye en un indicador importante para comparar con la TIR esperada.

Para esto se utilizó el modelo de valoración CAPM (Capital Asset Pricing Model) y, siguiendo a Damodaran² se adicionó a éste una prima que contempla el riesgo específico del mercado en el que se ejecuta el proyecto. En consecuencia para el cálculo del costo de los fondos propios se aplica la siguiente fórmula:

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

Donde:

E(ri): Tasa de retorno esperada del capital

β_{im} : Riesgo sistemático propio respecto del riesgo de mercado³.

rf: tasa libre de riesgo (Treasury Bonds USA)

E(Rm) – Rf: Prima de Riesgo del mercado. Es el premio por el riesgo específico al mercado en que opera el proyecto (La diferencia del rendimiento de los títulos de renta variable⁴ y la tasa libre de riesgo)

Erp: Prima por riesgo específico a la compañía o proyecto evaluado. Se considera en este caso el riesgo país de Uruguay (índice UBI).

². A. Damodaran, "Estimating Equity Risk Premiums" Stern School of Business.

³. Se consideraron los betas promedio de empresas de producción primaria de bienes agrícolas en mercados emergentes según A. Damodaram

⁴. Equity Risk Premium del S&P 500

Por lo general, se considera como la tasa libre de riesgo a los rendimientos de los Treasury Bonds 10 Years de la Reserva Federal de los Estados Unidos. Se opta normalmente por utilizar los promedios de 5 o 10 años de dichos rendimientos, evitando de esta manera los elevados valores de fines de la década de los noventa y comienzos de la década del 2000, en que el rendimiento se ubicaba entre 5 y 7%. En los últimos diez años, ese rendimiento se ubicó en 2,19%, y actualmente en valores cercanos a cero⁵. Luego del repunte de la tasa de interés de estos bonos a partir de julio de 2016 y hasta noviembre de 2018, como consecuencia del aumento de la tasa de interés de la FED, el rendimiento comienza a caer y todo parece indicar que por el momento se mantendrán en estos mínimos niveles.

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

El parámetro “beta unlevered” de Damodaram, para enero de 2020 se ubica en 0,5, lo que indica que la inversión en la producción agrícola tiene un menor riesgo y variabilidad que el promedio de todas las actividades en ese mercado.

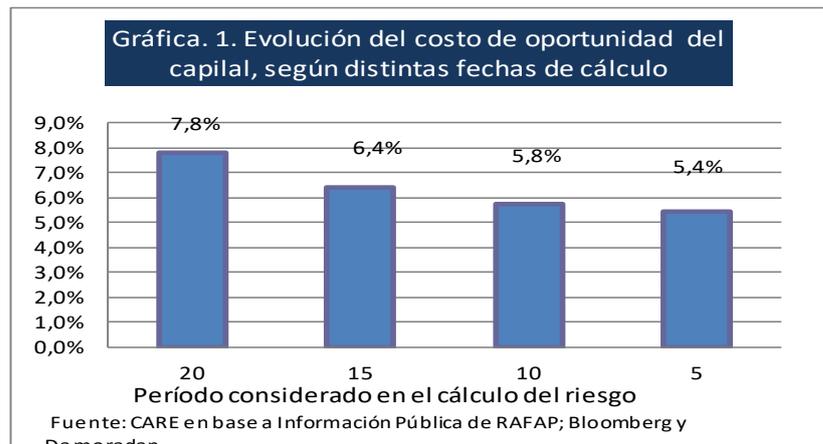
A los efectos de calcular estos indicadores se tuvieron en cuenta los valores promedio de los últimos 5 años, para evitar variaciones coyunturales y tener una visión de mediano plazo⁶. En este sentido, para el caso del rendimiento de los bonos americanos se consideró 2,22% y para el riesgo país (índice UBI), se consideraron 1,82 puntos básicos. Ambos valores son particularmente bajos en relación con los históricos.

Aplicando estos valores se llega a una tasa de retorno esperada para el capital propio del 5,42%. Este valor es inferior a la TIR esperada del inversor (7,76%) y la que CARE considera como más probable (5,8%), lo que nos indicaría que la tasa prevista es superior a la teórica. Si bien estas comparaciones no pueden tomarse en sentido estricto, constituyen una referencia que –entre otras– ayuda a conformar un juicio acerca de la inversión original comparada con la coyuntura actual.

El costo de oportunidad del capital propio estimado para los valores promedio de los últimos 5 años es bajo si se compara con el pasado, esto es consecuencia de la caída en los retornos de los bonos del tesoro de EEUU (tasa libre de riesgo). En la siguiente gráfica se comparan los niveles estimados con los que cabía esperar con los valores promedio de los últimos 20, 15 o 10 años.

⁵. Los efectos de la pandemia del coronavirus afectaron los mercados financieros y en la actualidad los rendimientos de estos bonos están con tasas muy bajas en el entorno de 0,6%.

⁶. En el momento actual, las tasas de interés internacionales están muy afectadas por la coyuntura internacional derivada de los efectos del coronavirus y los efectos que tendrá sobre la economía mundial.



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

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 además el permanente seguimiento que permite la estructura del fideicomiso, (protocolos, comité de vigilancia, gobernanza, etc.), *se considera que existe un 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 prácticamente *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, 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.

Las proyecciones básicas de largo plazo relativas a las perspectivas agrícolas no se han modificado a pesar de las condiciones imprevistas originadas por la actual pandemia de la enfermedad por coronavirus (COVID-19). En tal sentido se mantienen las proyecciones de que la oferta crecerá por encima de la demanda y en consecuencia habrá una tendencia a la disminución de los precios en términos reales, aunque los precios podrán subir nominalmente. Para la coyuntura, luego de una primera respuesta de los precios a la baja por la abrupta caída de la demanda por los efectos de la pandemia, se produce un rebote en los precios y hoy -al menos para el corto plazo- las perspectivas para la agricultura parecen más favorables. El índice de precios agrícolas de la FAO, muestra 4 meses seguidos de aumentos, y ya en setiembre de 2020 se ubica un 5% por encima de un año atrás.

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 de 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

Cabe destacar que los aspectos favorables sobre el negocio agrícola que fueron argumentados en profundidad en el prospecto de emisión y en la calificación original, hoy no parecen tan robustos, al menos para el largo plazo. En esa ocasión se dieron razones fundadas sobre el crecimiento a largo plazo del precio de la tierra, tales como los referidos a la demanda mundial de alimentos, la urbanización, la mejora de la productividad agrícola, el crecimiento del ingreso de los países menos desarrollados, etc. Esos elementos siguen siendo válidos para el largo plazo, pero el aumento de la productividad, el incremento del proteccionismo, los conflictos comerciales, sumado a un crecimiento más moderado de las economías mundiales y los posibles efectos de la crisis sanitaria mundial, determina que para el largo plazo los precios se mantendrían en los niveles del pasado reciente, seguramente con pequeños aumentos pero menores a la inflación del dólar. No obstante, la actual coyuntura y las perspectivas para el corto plazo surgen más auspiciosas para algunos rubros, principalmente los agrícolas

Se han registrado modificaciones en la economía mundial que se reflejan en algunos cambios en el comportamiento de los precios tanto de la tierra como de los productos agropecuarios, tales como:

- En primer lugar hay que considerar los efectos de la pandemia, que generaron en primera instancia una reducción de los precios agrícolas como consecuencia de los impactos económicos sobre buena parte de las economías mundiales. No obstante, luego de esa primer reacción, los precios se recuperan rápidamente por varios motivos, tal como se desarrollará más adelante.
- Las economías avanzadas venían en una marcada desaceleración del crecimiento previo al 2020 y esa tendencia parecía mantenerse para el mediano plazo. La pandemia dejará un año 2020 con una caída importante en el PBI de la mayor parte de los países, lo que puede tener efecto en la demanda. Se espera un rebote para el próximo año, pero su magnitud y sus efectos aún parecen ser difíciles de prever, por su parte las elecciones en EEUU agregan una cuota más de incertidumbre.
- Las economías de los mercados emergentes que fueron el sostén de la década pasada, mediante el sostenido aumento de la demanda derivada del crecimiento económico, ya mostraban un enlentecimiento en esa dinámica determinando una reducción de la tasa de crecimiento de la demanda por materias primas y alimentos
- Este enlentecimiento en el crecimiento mundial ha determinado que la demanda por alimentos creciera por debajo del incremento de la oferta y por lo tanto se comenzaron a generar excedentes y en consecuencia precios más deprimidos para las materias primas.
- No obstante esa tendencia de largo plazo, la coyuntura para algunos rubros agrícolas muestra un cambio en las expectativas, en principio para el corto plazo. Como se verá más adelante, los precios agrícolas vienen subiendo sostenidamente de la mano de una mejora en la demanda y una oferta que no ha acompañado ese aumento. Las expectativas de precios han mejorado respecto de los años anteriores, habrá que ver si será posible aprovechar esa coyuntura, ya que las previsiones del clima no son las mejores al esperarse un verano seco como resultado del “*fenómeno niña*”.

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.

5.2 Sobre el precio de los productos agrícolas.

La trayectoria esperada de los precios de los productos agrícolas afecta de forma relevante la renta que se paga por la tierra y por ende, el resultado de la inversión. Como fue mencionado anteriormente, el 32% de los ingresos brutos refieren a los contratos de aparcería/arrendamiento.

Los precios agrícolas mostraron un fuerte aumento en sus valores a partir de 2005. 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. Al mismo tiempo el crecimiento de la demanda comenzó a debilitarse.

Entre las causas que impulsaron la demanda durante la pasada década se destaca:

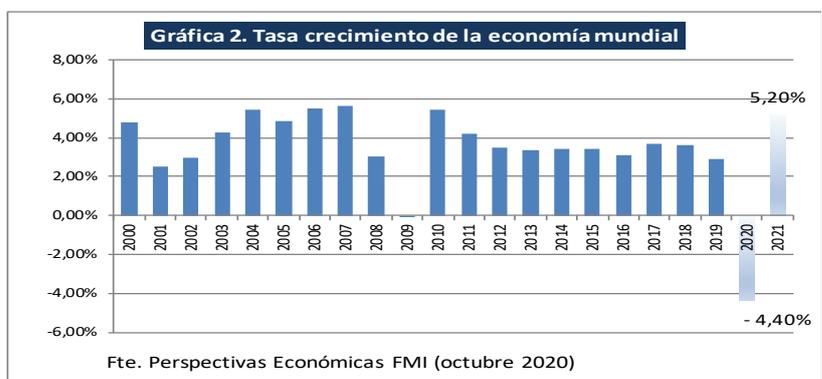
- (a) el sostenido crecimiento de la demanda y el comercio de granos a nivel mundial explicado en gran medida por el aumento de los ingresos per cápita de China,
- (b) una mayor apertura y desregulación de los mercados globales
- (c) el desarrollo y la promoción de los biocombustible que al masificarse, 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 2017 no se mantuvieron y el panorama hoy es diferente, más allá de algunos movimientos del pasado reciente que al igual que los de largo plazo se describen más adelante. CARE consultó diversas fuentes de información y todas coinciden con lo que a continuación de describe⁷.

El último informe de Perspectivas Agrícolas de OECD-FAO estima que para el próximo decenio, la importancia relativa del uso de alimentos, raciones y biocombustibles no cambiaría sustancialmente, dado que no se prevén grandes cambios estructurales en la demanda de productos básicos agrícolas. El aumento de la población mundial sigue siendo el principal factor de crecimiento, aunque los perfiles de consumo y las tendencias previstas varíen en función del nivel de desarrollo de cada país.

De esta manera, habría que prever una disminución real de los precios de la mayoría de los productos básicos alimenticios, como consecuencia de que las mejoras en la productividad dominarían sobre los factores que dan lugar a un aumento de los precios, como las limitaciones de recursos y el aumento de la demanda provocado por el crecimiento de la población y de los ingresos. Esto no implica que en coyunturas especiales los precios se aparten de esa tendencia general, como es lo que estaría ocurriendo en los últimos meses.

El Fondo Monetario Internacional (FMI), en sus previsiones de crecimiento de la economía mundial para los próximos años ha venido ajustando sus proyecciones las cuales califican de altamente inciertas dado el impacto que está teniendo la pandemia del Covid19, lo que ha llevado al mundo a transitar por una crisis sin precedente. En su último informe del 13 de octubre proyecta una caída del 4,4% de la economía mundial para el 2020 y un aumento del 5,2% para el 2021. En este año 2020 solamente China crecerá y lo hará en un 1,9%.



⁷ Perspectivas Agrícolas FAO-OCDE 2020-2029 (julio de 2020); USDA Agricultural Projections to 2029 (febrero 2020); Banco Mundial-Commodity Markets Outlook (abril 2020) y Banco Mundial-Commodity Prices (octubre 2020) y FAO- Índice de Precios de los Alimentos.

Según las últimas proyecciones del FMI, *“el crecimiento mundial alcanzará -4,4% en 2020; o sea, una contracción menos grave que la pronosticada en la actualización de junio de 2020. Esta revisión refleja niveles del PIB mejores que los previstos para el segundo trimestre, en particular en las economías avanzadas, cuya actividad comenzó a mejorar antes de lo esperado cuando los confinamientos se hicieron menos estrictos en mayo y junio, así como también indicios de una recuperación más fuerte en el tercer trimestre. El crecimiento mundial está proyectado en 5,2% en 2021, un poco menos que lo pronosticado en la actualización de junio de 2020, dado que la desaceleración prevista para 2020 será más moderada y es consecuente con las expectativas de persistencia del distanciamiento social. Tras la contracción de 2020 y la recuperación de 2021, el nivel del PIB mundial en 2021 estaría apenas 0,6% por encima del de 2019. Las proyecciones de crecimiento implican amplias brechas negativas del producto y elevadas tasas de desempleo este año y el próximo, tanto en las economías avanzadas como en las de mercados emergentes”*.

Para el mediano plazo, el FMI estima que el PBI mundial rondará el 3,5%, una cifra que estaría por debajo de las proyecciones que se realizaron antes de la pandemia.

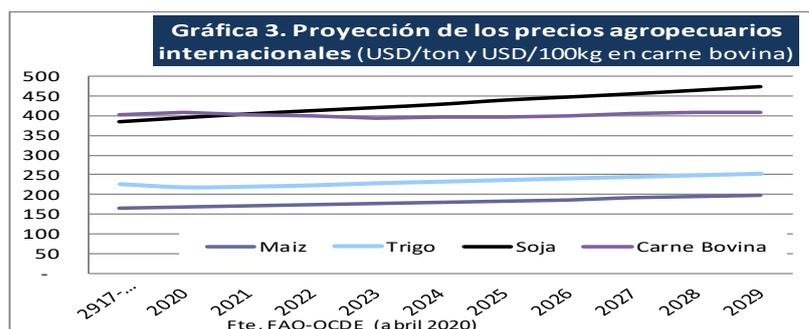
Los informes sobre las perspectivas de la economía mundial del FMI, establecen que estas proyecciones de base se fundamentan en presunciones muy críticas sobre las secuelas que dejará la pandemia. Las medidas que se han venido tomando, y que se vienen dilatando en el tiempo, relativas a los confinamientos, el distanciamiento social, el cierre de algunas actividades, etc., sumado al incremento de los costos en sanidad, generan importantes caídas en la productividad y por lo tanto en la producción.

Las perspectivas del Banco Mundial, OCDE - FAO y el USDA⁸ coinciden en describir para el largo plazo un panorama de recuperación muy bajo de los precios de productos agropecuarios durante la próxima década, pero también coinciden en que ese incremento no compensará seguramente la depreciación del dólar y en consecuencia caerían en términos reales.

La última publicación anual de FAO-OCDE Agricultural Outlook 2020-2029, establece la hipótesis de un panorama muy crítico para la producción de alimentos como consecuencia del Covid-19. Por un lado prevé la reducción de la oferta por reducción de los procesos de producción, logística y comercio y fuerte caída de precios como consecuencia de los problemas económicos de muchos países y en consecuencia mayor reducción de la demanda. Los rubros más afectados serían los aceites vegetales y los productos de origen animal, por su parte los productos básicos se verían menos afectados.

Las últimas proyecciones a 10 años de FAO-OCDE plantean que habrá pequeños incrementos en los precios nominales (1,7% anual para trigo, 1,8% para maíz, 2,1% para la soja y no habría aumentos para la carne vacuna).

⁸. Idem 6.



Por su parte, el Banco Mundial actualiza periódicamente su proyección de precios de las commodities. La última actualización es de abril de 2020, muestra cómo los precios de todos los rubros se espera tengan un leve crecimiento en dólares corrientes hasta 2030, aunque a tasas bajas (3,6% para soja, 2,8% para maíz, 0,6% para arroz, 1,7% para trigo y 0,4% para carne bovina).

El USDA también espera incrementos en los precios nominales, pero menores a la inflación esperada y también por lo general de menor magnitud que el resto de los organismos. Todos proyectan aumentos de precio positivos en dolares corrientes pero en varios casos los valores caerían en valores reales. La excepción parece ser el caso de la soja y posiblemente también el maíz; excepto para las proyecciones del USDA.

Cuadro 12. Tasa de evolución de los precios proyectadas para la década

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

Fuente: CARE en base a BM, USDA y OECD-FAO

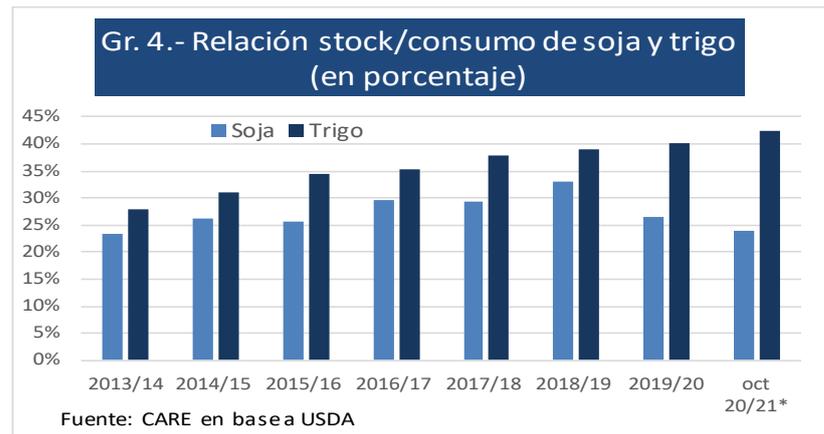
La tendencia de largo plazo parece estar clara, no obstante eso no implica que por situaciones coyunturales la trayectoria de los precios no pueda mostrar desvíos, tal cual parecería ser el caso actual.

En efecto, la FAO releva el índice de precios de los alimentos, que es una medida de la variación mensual de los precios internacionales de una canasta de productos alimenticios. Este índice se situó en setiembre de 2020 en un promedio de 97,9 puntos, es decir, 2,0 puntos (un 2,1 %) más que en agosto y 4,6 puntos (un 5,0 %) por encima de su valor hace un año. El valor de setiembre es el más elevado desde febrero de 2020 y representó el cuarto aumento mensual consecutivo. Los precios mucho más firmes de los aceites vegetales y los cereales explican la última subida del índice, por el contrario, los precios de los productos lácteos se mantuvieron en general estables, mientras que los del azúcar y la carne retrocedieron respecto de sus niveles de agosto.

⁹. Idem 6.

Esto indica que las perspectivas para las siembras de esta zafra parecen más auspiciosas que en los últimos años. Estas perspectivas de mejores precios son el resultado de una demanda sostenida por parte de China que se encuentra recomponiendo stocks y apostando al crecimiento de la producción de carne de cerdo luego de los problemas derivados de la fiebre porcina.

Del análisis del ratio stocks/consumo surge que efectivamente nos encontramos para el caso de la soja con una relación relativamente baja en términos históricos, lo que refuerza la idea de que al menos para ese rubro las perspectivas para el corto plazo son auspiciosas. Algo similar ocurre en el arroz, los stocks se mantienen en niveles muy bajos lo que determina aumentos en los precios, que se podrán mantener hasta que se recompongan las existencias. NO obstante, para el caso del trigo la relación de stock/consumo se encuentra en valores muy altos, por lo que los recientes incrementos en los precios internacionales difícilmente se mantengan.



La política monetaria de los Estados Unidos de América podría tener también una incidencia en el valor nominal de las materias primas, ya que de mantenerse o profundizarse la debilidad del dólar los precios podrían también aumentar. Por este motivo, las elecciones en los EEUU generan también un importante grado de incertidumbre.

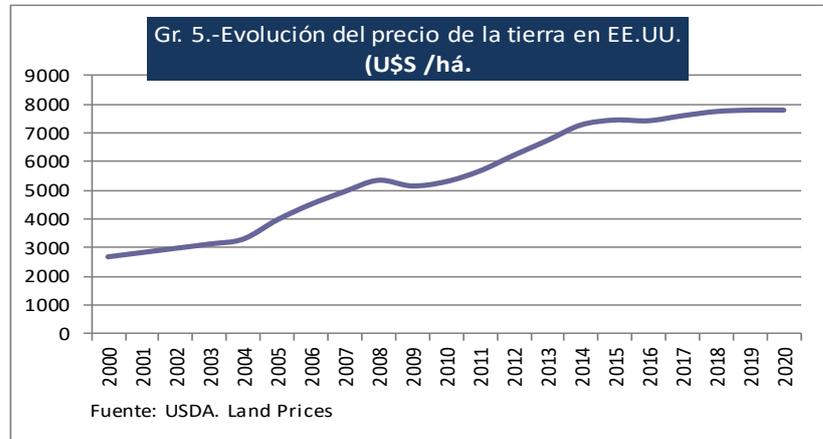
5.3 El precio de la tierra

El precio de la tierra, ha visto modificada su evolución de fuerte apreciación en dólares, con una caída a partir de 2015, y una insinuada estabilidad en los últimos años con las variaciones propias de un escaso número de operaciones; según reporta la Dirección de Estadísticas Agropecuarias del MGAP para el promedio de las operaciones en todo el país.

Las perspectivas de demanda internacional por tierra son alentadoras y ubican los precios en niveles crecientes para el corto y mediano plazo, pero a tasas más moderadas que en el pasado. En este caso se actualiza el comportamiento de los precios en diferentes países considerados de importancia

En lo que respecta, en particular al precio de la tierra en Estados Unidos, en lo que va del siglo XXI se observa una continua fase ascendente, con alguna excepción (2009 y 2015) en donde se verificaron mínimas reducciones, pero que no modifican la tendencia. El precio en Estados Unidos cayó únicamente en los primeros años de la década del ochenta ante el cambio de la política monetaria denominado "Plan Volcker" y en menor medida, después de la crisis financiera de Lehman Brothers, y en forma muy moderada. Cualquiera de los dos shocks negativos en el nivel de precios, fueron revertidos en pocos años. En 2018 los precios de la tierra (promedio) aumentaron un 2%, para 2019 el

USDA reporta un aumento de un 0,6% en términos nominales y para el año 2020 mantiene el mismo valor nominal que en el año anterior. Si se analizan los datos para las tierras agrícolas y para las ganaderas por separado, el comportamiento de la evolución de los precios es el mismo.



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 2020, muestra que los precios de las tierras irrigadas se ubican en el entorno de un 40% 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 lo tienen.

Cuadro 13. Precio de la tierra regada y no regada en el Corn Belt de EEUU (USD/ha)

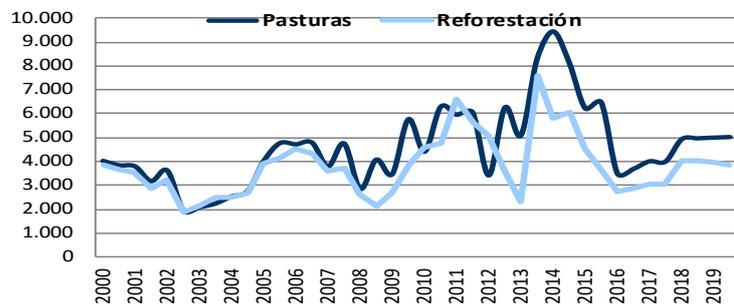
	2016	2017	2018	2019	2020
Regada	11.935	12.207	11.787	11.787	11.613
No regada	8.575	8.525	8.352	8.278	8.402
Variación en porcentaje	39%	43%	41%	42%	38%

Fuente: elaborado en base a datos de USDA

El comportamiento del precio de la tierra en Brasil, está afectado, además por los factores descritos oportunamente para la tierra en general, por el efecto del tipo de cambio, en la medida que en ese país, la cotización del recurso se realiza en moneda nacional. Por ello, las fluctuaciones son amplificadas por este efecto. En el año 2014 comenzó una fuerte caída de los precios de la tierra, que parece comenzar a revertirse en 2017.

Para el año 2019, último reportado por el Instituto de Economía Agrícola de San Pablo los precios de la tierra para pasturas crecen levemente (1%) mientras que las que tienen por destino la silvicultura y pasturas naturales caen un 4,9%.

Gráfica 6. Precio tierra en Brasil según destino- Estado de San Pablo U\$S/há.



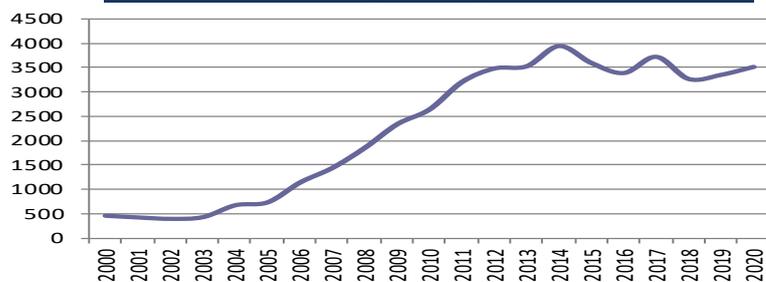
Fte. Inst. Econom Agrícola de S.P

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

En el caso de Uruguay, la información reportada por DIEA-MGAP para el promedio de las transacciones de tierras da cuenta de una muy fuerte valorización a partir de 2004 y hasta el 2014 cuando se verifica el valor máximo. A partir de 2015 comienza un cierto ajuste a la baja pero con un comportamiento un tanto errático, consecuencia seguramente de un bajo número de transacciones en donde la calidad y la localización de los campos comercializados tienen una gran influencia en los valores medios. Fue así que en 2017 DIEA reportó un aumento de un 9,8% en el valor de la tierra, luego en 2018 la misma oficina da cuenta de una reducción de un 12,3%, en 2019 se reporta un leve aumento de un 2,6% y luego para el primer semestre de 2020⁹ el precio promedio de la hectárea media del país estaría mostrando una recuperación de un 5%.

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.

Gráfica 7. Evolución del precio tierra en Uruguay (U\$S/há)



Fte. DIEA-MGAP

⁹ "Precio de la Tierra" Compraventas Primer Semestre de 2020, publicado en setiembre de 2020.

Existen otras fuentes de información realizadas por consultoras y operadores del mercado¹⁰, las que tratan de contemplar la calidad de las tierras corrigiendo los valores por el índice CONEAT y de esta forma hacer más comparable los valores. Existe una proporcionalidad comprobada¹¹ 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.

Realizando estas correcciones a la información disponible se obtienen series de precios que también muestran un comportamiento muy similar al obtenido por DIEA: un aumento sostenido y muy importante hasta el año 2014 y luego un descenso continuo hasta el presente. Con la diferencia de que ubican el precio actual con una caída mayor (30%) que la que se nota utilizando los valores medios de la Serie de DIEA (11%). Esto se explicaría por la elevada proporción de campos agrícolas y forestales (algunos ya forestados) en las compraventas de los últimos años.

La valorización del precio de la tierra es un componente muy importante de ingreso final del fideicomiso (68%) 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 6% (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.

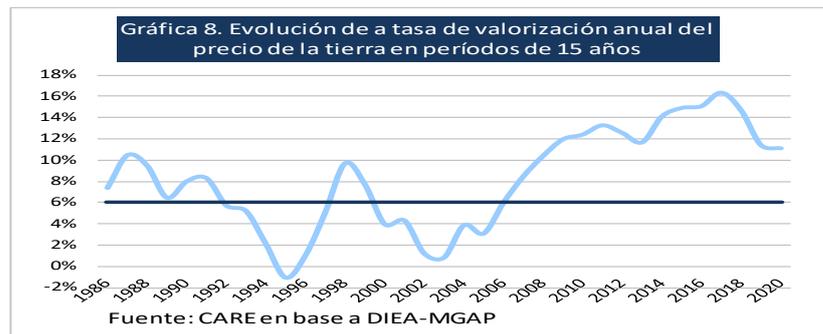
Para ello CARE analizó con la información de los precios de la tierra (en dólares corrientes) de una serie de 51 años (1970 a 2020) la variación anual en períodos de 15, en donde se observa lo siguiente:

- En promedio, la evolución anual del precio de la tierra en períodos móviles de 15 años fue de 8,2%.
- No obstante en la serie aparecen 11 años (un 31%) en donde el aumento acumulativo anual en períodos de 15 años es menor al 6%.

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. Finalmente, como ya se informara, 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.

¹⁰. SERAGRO, Agroclaro y operadores privados

¹¹. B. Lanfranco y G. Sapriza (Serie Técnica N° 187 de INIA, "El índice CONEAT como medida de productividad y valor de la tierra" 2011)



CARE entiende que si bien cabe esperar para el mediano y largo plazo aumentos sostenidos en los precios de la tierra, éstos no serían de similar magnitud que el pasado. Muy probablemente los aumentos de precios compensarán la inflación de Estados Unidos, más un pequeño componente por incremento de la productividad de la tierra, de esta forma se deberían ubicar entre el 2 y el 4% anual. Para este caso en particular la realización de las represas y las inversiones en infraestructura de riego podrían mejorar ese porcentaje.

5.3 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 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 (uy)¹² de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.

Comité de Calificación



Ing. Julio Pieve



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrian Tambler

¹². **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.**