

# CARE

CALIFICADORA DE RIESGO

---

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

*Montevideo, abril de 2023*

---

4	RESUMEN GENERAL
7	I INTRODUCCIÓN
11	II EL FIDEICOMISO Y LOS TITULOS MIXTOS
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.  
10 - abril - 2023**

<b>Denominación:</b>	Fideicomiso Financiero Tierras del Litoral
<b>Fiduciario:</b>	Winterbotham Fiduciaria S.A. Administradora de fondos de inversión.
<b>Operador/aparcero:</b>	Agropecuaria del Litoral S.A.
<b>Agente de Registro y Pago:</b>	Winterbotham Fiduciaria S.A. Administradora de fondos de inversión.
<b>Entidad Representante:</b>	BEVSA
<b>Títulos emitidos:</b>	Títulos Mixtos escriturales de Oferta Pública.
<b>Moneda:</b>	Dólares americanos
<b>Importe de la emisión:</b>	USD 50.000.000 (cincuenta millones de dólares).
<b>Plazo:</b>	15 años con opción a tres años más.
<b>Fecha de suscripción de valores:</b>	3 y 4 de setiembre de 2018.
<b>Activos del Fideicomiso:</b>	Inmuebles rurales, infraestructura de riego, arrendamientos, entre otros.
<b>Estructura:</b>	Guyer & Regules (asesor legal) y Nobilis (agente organizador)
<b>Calificadora de Riesgo:</b>	CARE Calificadora de Riesgo
<b>Comité Calificación:</b>	Martín Durán, Julio Preve y Adrián Tambler.
<b>Calificación de Riesgo:</b>	BBB.uy
<b>Vigencia:</b>	hasta 30 de noviembre de 2023.
<b>Manual Utilizado:</b>	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](http://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. Se destaca que la misma empresa lleva adelante un segundo emprendimiento de idénticas características, que se viene desarrollando sin contratiempos hasta el momento y que también es calificado por CARE con nota de grado inversor.
- 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. El último flujo financiero presentado por el operador con información real a setiembre de 2022 estimó una TIR del 8,8% con precios históricos para los granos; y si se corrigieran a los valores actuales alcanzaría al 9,31%. CARE sensibilizó el flujo suponiendo una situación menos favorable estimando una TIR del 7,4%.
- 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, 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.
- Se compraron 6 establecimientos por un total de 5.758 hectáreas de campos agrícolas del litoral, que responden a 5 unidades productivas ya que dos de ellos son linderos compartiendo represa y equipos de riego. El precio promedio de compra fue de 6.256 USD/ha más gastos de adquisición, un 11,1% por debajo de lo proyectado en el prospecto y un 13,71% inferior a las tasaciones de adquisición. Ya se ha completado la compra de campos y prácticamente culminado la realización de las inversiones en infraestructura de riego.

- Con la superficie adquirida se dispondrá de casi 3.000 hectáreas regables, superficie que representa el 75% del área agrícola potencial. A la fecha hay cuatro unidades (de las cinco) regando con normalidad, y se están realizando los ajustes de su puesta en funcionamiento y avanzando en la resolución de las observaciones pendientes. En el caso de San Miguel se está a la espera de lluvias que acumulen agua en la represa para poder realizar las pruebas de los equipos ya que debido a la falta de agua no han podido realizarse hasta el momento.
- Se 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. Por otra parte la forma en que está diseñado el proyecto, en donde el operador desde el inicio firma contratos de aparcería, asegura la inexistencia de vacancia en los campos del fideicomiso, reduciendo el riesgo del negocio.
- Los resultados finales de la campaña 21/22<sup>1</sup> para el fideicomiso, habrían arrojado un ingreso neto (descontado gastos de comercialización y del fideicomiso) de USD 2,43 millones, implicando esto un 86,5% más que lo que se proyectó al inicio de la zafra en el segundo trimestre de 2021. Este aumento en los ingresos para el fideicomiso se debió a mayores rendimientos y mejores precios para todos los cultivos.
- Para la campaña 22/23, se proyecta un ingreso para el fideicomiso de USD 1,91 millones, en línea con la proyección realizada al inicio de la zafra en la primavera de 2022 y un 5,4% superior al presupuesto. Dicha variación se debe principalmente a los rendimientos de cultivos de invierno muy superiores al proyectado en el 70% del área, lo cual se compensa con los rendimientos proyectados de cultivos de verano muy por debajo del presupuesto, por efecto de la sequía.
- Se presentó a diciembre de 2022 una nueva tasación de los campos, considerando solamente el valor de la tierra, sin las mejoras de riego, y las terrazas. El monto total alcanza a los 49,25 millones de dólares una cifra un 9,6% más alta que el año anterior. La consultora que realizó la tasación aclara que los valores responden a la situación de explotaciones con agricultura de secano, aunque la rotación considerada es la que se realiza actualmente con riego.
- Los precios de los commodities agrícolas mostraron incrementos importantes durante 2021 y parte de 2022, como consecuencia de una serie de factores, entre los que se pueden citar los siguientes: el aumento de las importaciones de China impulsadas en gran medida por la reconstrucción gradual de la producción de carne de cerdo, la menor cosecha de granos en algunos países productores como consecuencia de la sequía (21/22 en el Cono Sur), y finalmente por los efectos de la guerra entre Ucrania y Rusia, ambos productores clave en el mercado internacional de granos, en especial de girasol, maíz y trigo. No obstante, el sector productor de alimentos, enfrenta hoy un mercado muy volátil, con precios en algunos casos relativamente elevados en la perspectiva

<sup>1</sup> . Esto refiere a los resultados del ejercicio agrícola que culmina en junio de 2022, por lo que no coincide con el ejercicio contable que culmina en diciembre.

histórica, pero con interrogantes respecto de lo que pasará en el mediano plazo, con los principales fundamentos que inciden en la formación de los precios: la evolución de la economía mundial, la inflación internacional, el comportamiento errático de China, el clima y por supuesto la guerra entre Rusia y Ucrania.

- A partir de julio de 2022, los precios de los productos agrícolas comenzaron a caer y si bien en general para muchos granos aún se encuentran por encima de los valores previos a las suba, se espera que sigan ajustando a la baja hasta 2024/2025 y luego podrían retomar su tendencia histórica de crecimiento moderado, seguramente positivo en términos nominales, pero por debajo de la inflación del dólar. Para el caso de la carne bovina, las perspectivas de largo plazo coinciden con las de los productos de la agricultura. Estas proyecciones de los precios a largo plazo están sujetas a incertidumbre, y no eliminan la realidad de las alzas a corto plazo y la volatilidad de los precios.
- Para el mercado de tierra agrícola, ésta presenta para el largo plazo tendencias de incremento en sus precios, como consecuencia del aumento sostenido de la demanda de alimentos y a que en general las posibilidades de expansión de la frontera agrícola están cada vez más limitadas. Para el caso del Uruguay, los incrementos esperados en los precios de la tierra serán seguramente más moderados que los ocurridos en la década entre 2004 y 2014. No obstante, para el corto y mediano plazo podría verificarse una mejora en los valores nominales de la tierra, por encima de la tendencia de largo plazo, como consecuencia de la suba en los precios de los productos, la caída del precio de la tierra en los últimos años y la elevada inflación internacional. La última información oficial (DIEA) refiere a los precios del año 2021, y mostró un incremento de un 6,2% en relación al 2020.
- La importante sequía ocurrida en los últimos meses ha afectado la actividad agropecuaria en prácticamente todo el país. Si bien este proyecto en particular se sustenta en gran medida en la producción agrícola bajo riego, tiene también áreas de secano, ingresos ganaderos y rentas forestales, por lo que el fenómeno no le será totalmente ajeno.
- 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 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](http://www.care.com.uy) así como en el del regulador: [www.bcu.gub.uy](http://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.

Más allá de las actualizaciones de norma, la calificación puede variar ante la aparición de hechos relevantes. En los primeros años del proyecto se consideraron como 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

### 2.1. 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 plan de negocios consiste en la adquisición de inmuebles rurales con determinadas características, realizarles intervenciones en infraestructura de riego, a los efectos de darlos en aparcería para su explotación. El operador/aparcero es Agropecuaria del Litoral S.A, quien por cuenta del Fideicomiso realiza importantes inversiones en infraestructura de riego para aumentar la productividad de la explotación en aparcería.

Se emitieron 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:***

- 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). A la fecha, se ha cumplido a satisfacción con todas las exigencias mínimas.
- Administración a cargo de Agropecuaria del Litoral, una empresa con probada habilidad, en la administración de inmuebles destinados a la actividad agrícola, con especialidad en riego.
- Respecto del ingreso bruto total estimado, un 68% correspondería aproximadamente a la venta de la tierra al final del proyecto, y un 32% a los ingresos por aparcería.
- Los ingresos por concepto de aparcerías para el fideicomiso son del 27% para los cultivos de verano y 20% para los de invierno.



- 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 cuenta con 5 unidades productivas con una superficie total de 5.758 ha de campos agrícolas del litoral, adquiridos a un promedio de 6.256 USD/ha más gastos de adquisición. Este precio de compra fue un 11,1% menor al proyectado (7.035 USD/ha), y un 13,7% inferior a las tasaciones de adquisición.

**Cuadro 1: Característica de los predios adquiridos por el Fideicomiso**

Unidad Productiva	Área total (has)	Coneat promedio	Porcentaje agrícola regado	Superficie bajo riego	Valor de compra (U\$S/ha)	Proyecto riego (USD/haefectiva)
Campo 1	728	159	72%	340	6.654	3.423
Campo 2	1.789	142	60%	837	5.664	3.084
Campo 3	899	163	74%	528	6.000	3.132
Campo 4	924	180	79%	434	6.300	2.677
Campo 5 y 6 (*)	1.419	221	78%	836	6.970	3.047
Total	5.758	166	75%	2.975	6.250	3.061

Fuente: El Operador, Comité de Vigilancia y el Fiduciario

(\*) Son dos campos linderos que fueron adquiridos en momentos diferentes pero que comparten el sistema de riego

Care dispone del detalle de cada establecimiento

- Agropecuaria del Litoral ha logrado ya diversas certificaciones y se encuentra en proceso de avanzar en ese sentido.
  - o Durante el mes de Mayo 2020 se renovaron las certificaciones de Normas ISO 9.001 (Sistema de Gestión de la Calidad) e ISO 14.001 (Sistema de Gestión Medioambiental).
  - o Para el 2023 se tiene como objetivo la implementación del Sistema de Gestión de Huella de Carbono y Gases de Efecto Invernadero a través de la norma ISO 14064-1.
  - o Se sigue avanzando con el objetivo de la certificación de producción de Soja Responsable a través de la normativa establecida por la RTRS (Round Table Responsible Soy).
- En octubre de 2021, se firmó la compraventa con uno de los vecinos de uno de los predios para la adquisición de 24,68 ha y con fecha 30/12/2021 se firmó el acuerdo con otro vecino lindero, donde se acordó permutar 14,7 hectáreas lo que permitió avanzar con el proyecto de riego en el predio de San Miguel.

## 2.2.- Hechos salientes del período

- El estado de las inversiones en riego es el siguiente:
  - o Durante el mes de octubre, se realizaron reuniones con los contratistas consensuando todos los pendientes existentes de forma de permitir su clasificación y su resolución en el tiempo. Dicho plan terminó con la recepción provisoria de La Armonía, El Retiro y la Juanita y se prevé que durante el primer semestre de 2023 se producirá también la recepción provisoria y finalización de las tareas en La Guarida.

- o En el caso de San Miguel se está a la espera de lluvias que acumulen agua en la represa para poder realizar las pruebas de los equipos ya que debido a la falta de agua no han podido realizarse hasta el momento.
- La campaña agrícola 21/22 culminó con un ingreso neto (descontados los costos comerciales y los del fideicomiso) de USD 2.43 millones contra 1,30 millones proyectados en la primavera 2021 al inicio de la zafra, lo que implica un 86,5% más que lo planificado. La diferencia en el resultado general se explica en un 37% por efecto de los mayores rendimientos y en un 63% por mayores precios a los proyectados. En el siguiente cuadro se presenta la producción y los ingresos netos del fideicomiso para la zafra agrícola 21/22.

**Cuadro 2: Producción e ingresos netos definitivos para el fideicomiso (campaña 21/22)**

Concepto	Hás plantadas	Rend. Kg/ha del Operador	Rend. Kg/ha promedio DIEA	Toneladas para el FFTDL	Ing. neto (USD) FFTDL
Soja secano	2.436	2.955	2.800	1.943	1.056.079
Soja riego	1.127	3.464	3.460	1.055	578.047
Maiz riego	586	10.630	9.930	1.682	492.834
Trigo	472	5.020	3.985	474	128.616
Cebada	573	4.820	4.102	552	114.942
Colza	1.193	1.740	1.812	416	226.559
Ganadería	936				104.672
TOTAL					2.701.749
Costos del Fideicomiso					(273.625)
<b>EBITDA</b>					<b>2.428.124</b>

Fuente: El Operador

- Para la campaña 22/23 se proyecta para el fideicomiso un ingreso neto USD 1.91 millones, en línea con la proyección realizada al inicio de la zafra en la primavera 2022, y un 5,4% superior al presupuesto. Dicha variación se debe principalmente a rindes de cultivos de invierno muy superiores al proyectado en el 70% del área, lo cual se compensa con rindes proyectados de cultivos de verano muy por debajo del presupuesto. En el siguiente cuadro se presenta una primera proyección.

**Cuadro 3: Producción e ingresos netos proyectados para el fideicomiso (campaña 22/23)**

Concepto	Hás plantadas	Rend. Kg/ha	Toneladas para el FFTD	Ing. neto (USD) FFTDL
Soja secano	1.617	1.536	670	323.866
Soja riego	1.492	3.000	1.208	596.114
Maiz riego	769	10.367	2.153	527.872
Trigo	308	5.752	355	86.615
Cebada	875	5.392	943	249.331
Colza	1.475	1.822	537	293.989
Raigras	49	1.480	15	19.218
Ganadería	989			102.238
TOTAL				2.199.243
Costos del Fideicomiso				(287.906)
<b>EBITDA</b>				<b>1.911.337</b>

Fuente: El Operador

- En los cultivos de invierno la producción estuvo muy por encima de lo proyectado, lográndose niveles de rendimientos muy altos (trigo +50%, cebada +43% y colza +10%).
- Sin embargo, como consecuencia de la fuerte sequía cabe esperar una reducción importante en la producción de los cultivos de soja en seco (-26% en soja 1 y -39% en soja 2), y también en la de riego (-14%) teniendo en cuenta que hay campos que todavía no están a su máximo potencial.
- Para el caso del maíz, se espera que los rendimientos terminen en valores similares o por encima de los presupuestados.
- En la presente zafra de invierno se incluyó el cultivo de raigrás que no había estado presente en los ciclos anteriores (49 ha) para producción de semilla bajo contrato con la empresa de plaza.
- Se continúa con el plan de mejora de los establecimientos, particularmente con la construcción de terrazas y se comenzaron a reformar los cascos de algunos de los predios.
- Se presenta a diciembre de 2022 una nueva tasación de los campos del fideicomiso, determinando un monto total de 49,25 millones de dólares una cifra un 9,6% más alta que el año anterior. Esta tasación no contempla aún las inversiones en riego, sin embargo la firma tasadora manifiesta que los valores de las inversiones en esas mejoras que figuran en los estados contables son consistentes con las de otros proyectos.

### 3. Información analizada

La información analizada, fue la siguiente:

- Informes trimestrales del operador, el último al cuarto trimestre de 2022.
- Informes trimestrales de Comité de Vigilancia el último al cuarto trimestre de 2022.
- Informes trimestrales del Fiduciario, el último al cuarto trimestre de 2022.
- Estados Contables de Agropecuaria del Litoral al 30 de junio de 2022.
- Estados Contables intermedios del Fiduciario al 30/06/2022.
- Estados Contables del Fideicomiso al 31/12/2022.

### 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

<b>Denominación:</b>	Fideicomiso Financiero Tierras del Litoral
<b>Fiduciario:</b>	Winterbotham Fiduciaria S.A. Administradora de fondos de inversión.
<b>Operador/ Aparcero:</b>	Agropecuaria del Litoral S.A.
<b>Agente de Registro y Pago:</b>	Winterbotham Fiduciaria S.A. Administradora de Fondos de Inversión.
<b>Entidad Representante:</b>	Bolsa Electrónica de Valores SA
<b>Cotización bursátil:</b>	BVM y BEVSA
<b>Organizador:</b>	Nobilis y Estudio Jurídico Guyer & Regules
<b>Títulos a emitirse:</b>	Títulos Mixtos
<b>Activos del Fideicomiso:</b>	Inmuebles rurales, infraestructura de riego, contratos de aparcería, entre otros.
<b>Moneda:</b>	Dólares Americanos
<b>Importe de la Emisión:</b>	USD 50.000.000 que fueron suscriptos entre el 3 y el 4 de setiembre de 2018
<b>Plazo:</b>	15 años
<b>Distribuciones:</b>	Anuales, según prospecto
<b>Calificadora de Riesgo:</b>	CARE calificadora de Riesgo
<b>Calificación de Riesgo:</b>	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](http://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 y el transcurso del tiempo sin que hayan ocurrido conflictos, *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 30/06/2022. De los mismos se extrae la información que se expone en los cuadros siguientes:

**Cuadro 4: Estado de Situación de Winterbotham (miles de \$)**

Concepto	30/6/2022	31/12/2021	31/12/2020
<b>Activo</b>	<b>82.639</b>	<b>88.052</b>	<b>51.811</b>
Activo Corriente	22.877	23.460	11.869
Activo no Corriente	59.762	64.591	39.942
<b>Pasivo</b>	<b>46.912</b>	<b>54.614</b>	<b>30.747</b>
Pasivo Corriente	2.455	4.559	4.284
Pasivo no Corriente	44.457	50.054	26.463
<b>Patrimonio</b>	<b>35.726</b>	<b>33.438</b>	<b>21.064</b>
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>82.639</b>	<b>88.052</b>	<b>51.811</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>9,32</b>	<b>5,15</b>	<b>2,77</b>

Fuente: EE.CC Winterbotham

**Cuadro 5: Estado de Resultados de Winterbotham (miles de \$)**

Concepto	30/6/2022	30/6/2021	31/12/2021
Ingreso de actividades ordinarias	13.429	11.965	26.757
Gastos de Administración	(8.031)	(5.295)	(11.698)
Resultado Operativo	5.398	6.670	15.059
Resultados de inversiones y financiamiento	(1.895)	735	1.669
Resultados antes de Impuestos	3.502	7.405	16.727
Impuesto a la Renta	(1.214)	(1.953)	(4.353)
Resultado del Periodo	2.288	5.452	12.374

Fuente: EE.CC Wintherbotham

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

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

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

### **2. 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 realizadas por el Comité de Calificación periódicamente.

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 (o de propiedad de empresas subsidiarias) 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 consideraron 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.

Adicionalmente, en junio de 2021, CARE calificó una operación totalmente análoga a esta (con nota de grado inversor) en que la misma firma cumple los mismos roles (aparcerero y arrendatario) aunque por un monto mayor, hasta USD 100 millones. La misma fue inscrita por el BCU en el mes de agosto y en el mes de octubre del año 2021 realizó la colocación en Bolsa de la totalidad ofrecida.

La ocasión fue propicia para una nueva y completa evaluación de la firma; la conclusión fue que ADL no mereció ninguna objeción en tanto responsable de ejecutar el plan de negocios propuesto en esa operación, conclusión que se mantiene para esta.

En consecuencia, su performance en la gestión de ambos fideicomisos, expresada por los resultados obtenidos y el cumplimiento de los respectivos planes de negocio, se constituye en el principal indicador a evaluar. Hasta ahora no merece objeciones.

No obstante, corresponde realizar el seguimiento del personal técnico más relevante. En tal sentido, ADL informa que en el periodo analizado no se han producido cambios en el personal clave de la empresa.

## Situación económica y 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 30/06/2022 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, objetivo ya cumplido habiendo integrado algo más de esa cantidad)) 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<sup>2</sup>

El contrato de fideicomiso se celebró el 8/11/2017 y fue modificado el 3/7/2018 y 23/7/2018. Con fecha 11/9/2018 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 emitir que sería de USD 50 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.

Desde el 15/6/2021 fecha en que se completó la totalidad de la emisión, el Fideicomiso cuenta con los USD 50 millones ofertados. Tal como se viene informando, 25 %, o sea USD 12.5 millones es componente deuda que devenga un 6 % de interés anual (USD 625 mil pertenecen a ADL de acuerdo al compromiso asumido); el saldo, o sea USD 37.5 millones son CP's.

Si bien la moneda funcional es el dólar americano, los EE CC se presentaban en moneda nacional (moneda de presentación); a partir del ejercicio 2022, por Decreto No.108/22 del 4 de abril de 2022, aquellas entidades que hayan definido una moneda funcional diferente a la de presentación deberán presentar sus estados contables en ambas monedas. En consecuencia, a partir del último cierre, los estados contables del Fideicomiso se presentarán en esta sección en la moneda funcional.

A continuación se expone resumidamente el estado de situación del Fideicomiso al 31/12/2022.

<sup>2</sup>. Si bien el contexto nacional y mundial pudiera afectar directa e indirectamente la situación financiera del Fideicomiso, hasta la fecha de emisión de los estados financieros, la situación financiera y el resultado de las operaciones del Fideicomiso no se han visto afectadas a causa de la pandemia



## Cuadro 6: Estado de Situación del Fideicomiso (miles USD)

Concepto	31/12/2022	31/12/2021	31/12/2020
<b>Activo</b>	<b>62.879</b>	<b>56.510</b>	<b>48.702</b>
Activo Corriente	2.731	3.645	6.480
Activo no Corriente	60.149	52.866	42.222
<b>Pasivo</b>	<b>14.597</b>	<b>16.848</b>	<b>13.677</b>
Pasivo Corriente	1.117	850	111
Pasivo no Corriente	13.480	15.997	13.566
<b>Patrimonio</b>	<b>48.283</b>	<b>39.663</b>	<b>35.025</b>
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>62.879</b>	<b>56.510</b>	<b>48.702</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>2,44</b>	<b>4,29</b>	<b>58,38</b>

Fuente: EE.CC Fideicomiso Tierras del Litoral

De acuerdo al cuadro precedente, el patrimonio contable al cierre del ejercicio 2021 era de unos USD 39.7 millones mientras que para el cierre del año 2022 el patrimonio contable era de USD 48.3 millones. Se reitera que la emisión recibida fue de USD 50 millones pero 25 % corresponde a deuda (incluida en el Pasivo no Corriente) por lo que los CP's que integran el patrimonio ascienden a USD 37.5 millones, cifra inferior al patrimonio contable.

El valor razonable de las propiedades de inversión al cierre del ejercicio, luego de practicada las tasaciones correspondientes, era de unos USD 60 millones, los incrementos registrados en este rubro responden a una incorporación por valor de USD 2.8 millones y un mayor valor por revaluación (tasaciones de fin de año) algo menor de USD 4.5 millones.

En el cuadro siguiente se muestra sintéticamente el estado de resultados a la misma fecha y su comparativo con periodos anteriores.

## Cuadro 7: Estado de Resultados del Fideicomiso (miles USD)

Concepto	31/12/2022	31/12/2021
Ingreso de actividades ordinarias	2.879	1.451
Costos asociados a los arrendamientos	(240)	(112)
Cambio valor razonable de campos	4.473	1.746
<b>Resultado operativo bruto</b>	<b>7.111</b>	<b>3.086</b>
Gastos de administración	(288)	(247)
Otros ingresos/gastos	9	(62)
<b>Resultado Operativo</b>	<b>6.832</b>	<b>2.776</b>
Resultados financieros	(748)	(711)
Resultados derivados posición monetaria	(413)	96
Resultado antes de impuestos	5.672	2.161
IRAE	2.948	(1.274)
<b>Resultado del periodo</b>	<b>8.620</b>	<b>887</b>
Ajuste por conversión		
<b>Resultado integral del periodo</b>	<b>8.620</b>	<b>887</b>

Fuente: EE.CC Fideicomiso Tierras del Litoral

En este caso, se contó únicamente con los dos últimos ejercicios expresados en la moneda funcional.

Del comparativo queda claro que a medida que se han ido incorporando campos al Fideicomiso, los ingresos por explotación se incrementan significativamente.

Una vez completada la emisión, lo que ocurrió promediando 2021, los intereses devengados por el componente deuda, son de USD 750 mil anuales, los que se vienen pagando con normalidad.

#### 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 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 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.

Las proyecciones económicas se presentan 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. Culminado el proceso de adquisiciones de campos, y ya muy avanzados los proyectos de riego y las inversiones, el aparcerero presenta en esta oportunidad un nuevo flujo financiero con información actualizada a setiembre de 2022 y proyectando los valores hasta la finalización del fideicomiso. Esto implica que ahora se dispone de la información cierta respecto de los precios de compra, el valor de las inversiones, las hectáreas adquiridas y el potencial agrícola y de riego.

Los supuestos utilizados por el operador en las proyecciones, fueron los siguientes:

- Se ajustaron las áreas, los precios de compra de los predios y las inversiones a lo realmente ejecutado.
- Estimación completa de gastos.
- Para la estimación del incremento en el valor de los campos, el operador estimó un aumento del 6%. Ese porcentaje resulta un poco optimista en la actual coyuntura. Para CARE un valor razonable de incremento anual del precio de la tierra debería contemplar un valor aproximado a la inflación americana de largo plazo<sup>3</sup> (1,5 a 2%) más el incremento en la productividad de la tierra (aproximadamente 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.
- Supone un aumento de un 2% anual en la productividad (rendimientos) y un 3% anual en los precios de los productos agrícolas lo que implicaría un 5% anual de aumento en los ingresos por concepto de las aparcerías. Esta proyección puede resultar levemente optimista al menos en lo que se refiere a los aumentos nominales de los precios.
- Con respecto a los precios iniciales y los rendimientos por ha de los cultivos, los mismos resultan razonables para la calificadora. Los precios iniciales fueron estimados en base a un promedio de los 10 años anteriores (2010-2021) incrementados en un 10% para el caso de la soja, el trigo y la colza, evitando de esa forma los picos al alza y a la baja. En la actualidad

<sup>3</sup> En la actualidad la inflación en EEUU está muy por encima de esos valores, pero no existen elementos para suponer que la depreciación del dólar no vuelva a los valores históricos. Por el momento los analistas no han modificado sus proyecciones.

los precios estimados están alineados o levemente por debajo de los reales, pero como se verá en la sección V, éstos podrían bajar un poco más en el corto plazo.

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

La Tasa Interna de Retorno estimada para el inversor en el flujo actualizado sería del 8,8%, levemente más alta que la establecida en el prospecto (7,8%).

El operador realizó una nueva actualización suponiendo que se partiera de los precios actuales y en ese caso la TIR sería de 9,31%, y si se considera un promedio entre los valores actuales y el promedio de los últimos 10 años la TIR sería de 9,09%. Como se verá en profundidad en la Sección V, los precios actuales estarían por encima de su nivel de equilibrio, por lo que proyectar sobre esta base y aumentarlos en el largo plazo parecería un escenario muy optimista.

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. La TIR del inversor está compuesta por ambos componentes.

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, 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, 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.

## **3. Replanteo del Flujo de Fondos**

En el flujo de fondos actualizado, los supuestos fundamentales para la obtención de la TIR son en general compartidos, excepto la evolución esperada de los precios de la tierra y de los productos agrícolas, que podrían ser un poco menores. En este sentido, podría suponerse una situación un poco más desfavorable tanto para los precios agrícolas como para las esperadas evoluciones del precio de la tierra.

A juicio de CARE proyectar un 3% de incremento en los precios de los productos agrícolas es más alto que el esperado por las diversas fuentes consultadas<sup>4</sup>. 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 seguramente por debajo de la inflación del dólar. El modelo financiero considera un 2% anual de incrementos en los rendimientos,

<sup>4</sup> FAO-OCDE, USDA y Banco Mundial, Ver Capítulo V.

lo que seguramente podría 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% (considerando aumentos nominales de los precios y aumentos en los rendimientos por mejoras en la productividad). A los efectos de ser aún más conservadores en la sensibilización que realizó CARE, se consideraron los precios de inicio como el promedio 2011-2021, sin considerar los recientes aumentos.

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 actualizado presentado por el aparcerero, CARE sensibilizó la respuesta en cuanto a la TIR esperada, en función de distintas tasas de evolución de los ingresos por los productos agrícolas (incluyendo aumentos de precios y de rendimientos) y variaciones del precio de la tierra. 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 el de los granos. En el escenario más razonable a juicio de CARE (aumento del 3% en los ingresos de los productos y un 4% en el precio de la tierra la TIR sería del 7,4%.

**Cuadro 8. Sensibilidad de la TIR a diferentes tasas de evolución del ingreso por aparcerías e incrementos en el valor de la tierra**

Variación de los ingresos por aparcerías	% de aumento del precio de la tierra			
	6,0%	4,0%	2,0%	0,0%
4,00%	8,6%	7,6%	6,6%	5,4%
3,00%	8,4%	<b>7,4%</b>	6,3%	5,2%
2,00%	8,2%	7,2%	6,1%	4,9%
1,00%	8,1%	7,0%	5,8%	4,6%
0,00%	7,9%	6,9%	5,6%	4,4%

Fuente: CARE en base al modelo financiero

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.

#### 4.- 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 ocurridos en los últimos tiempos, CARE actualizó el análisis del costo de oportunidad del capital para descontar los flujos de fondos. Para ello se calculó el costo promedio ponderado del capital (WACC <sup>5</sup>) del presente proyecto.

El Costo Promedio Ponderado del Capital (WACC) es una tasa de descuento que mide el costo de capital utilizado para invertir en el proyecto y se define como la media ponderada entre la proporción de recursos propios y la proporción de recursos ajenos (como la deuda); el valor así obtenido es la tasa

<sup>5</sup>. Weighted Average Cost of Capital

de descuento que se emplea para descontar el flujo de fondos del proyecto. En este caso el costo de la deuda sería la tasa de interés correspondiente al componente deuda de los títulos mixtos, o sea el 25% de la inversión, mientras que el de los recursos propios es el costo de oportunidad del componente participación (75%). A continuación, se presenta la fórmula de cálculo del costo de los recursos financieros del proyecto.

$$WACC = E(r_i) * \frac{E}{E + D} + r_d * (1 - t) * \frac{D}{E + D}$$

Donde:

E(ri): Tasa de retorno esperada del capital (propio)

E: Capital propio (CPs)

D: Deuda (crédito de largo plazo)

Rd: tasa de interés de la deuda (es el 6%, establecido en los títulos mixtos).

t: tasa de impuesto corporativo

El punto fundamental para el cálculo del WACC es la estimación de la retribución de los fondos propios (E(ri)); Para esto se utilizó el modelo de valoración CAPM (Capital Asset Pricing Model) y, siguiendo a Damodaran<sup>6</sup> 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:

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

$r_f$ : 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)

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

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

<sup>6</sup> A. Damodaran, "Estimating Equity Risk Premiums" Stern School of Business.

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

Aplicando estos valores se llega a una tasa de retorno esperada para el capital propio del 5,54%. Este valor es inferior a la TIR esperada del inversor para el escenario que CARE considera más probable (7,4%), 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

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

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 Uruguay<sup>7</sup>. En la actualidad la curva en UI (CUI) a 10 años se ubica en 3,24% y la curva en dólares (CUD) a 10 años está en 4,68%. Ambos rendimientos también están por debajo la TIR más probable de este Fideicomiso.

Finalmente, si consideramos esta tasa junto a la del costo del crédito (tasa de interés del componente deuda) y las participaciones de ambas fuentes de financiamiento, la tasa de descuento (WACC) aplicable a este proyecto sería de 5,66%, inferior también a la TIR esperada.

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

## 5.- Tasación de la Tierra

Al 31 de diciembre de 2022 se realizó una nueva tasación de los campos del fideicomiso, la misma mostró un aumento de un 9,6% respecto del año anterior y está un 36,6% por encima de los valores de compra.

En esta oportunidad, y al igual que en las anteriores tasaciones, no se tienen en cuenta las inversiones en riego, básicamente porque éstas aún no estaban operativas en un cien por ciento en todos los campos.

La valuación fue realizada por Consur y se realizó básicamente siguiendo una metodología que considera los ingresos netos futuros de la explotación agrícola-ganadera sin los beneficios del riego (pero considerando las rotaciones actuales) referidos a una tasa de corte de 3,5%, teniendo también en cuenta los precios reales de mercado de predios similares. El aumento en el valor de los campos es consecuencia del actual escenario comercial para

<sup>7</sup> Curva Spot de Rendimientos de Títulos Soberanos Uruguayos emitidos en moneda nacional indexada a la inflación o en dólares, según sea el caso

los productos agropecuarios, que se traduce en referencia para la formación del precio de las rentas agrícolas y ello se traslada a los precios de las tierras; según la metodología seguida por las tasaciones.

**Cuadro 9. Tasaciones de los campos del Fideicomiso**

Establecimiento	Precio de Compra	Tasación Dic 2020	Tasación Dic 2021	Tasación Dic 2022	Variación 2022/2021
Campo 1	4.844.112	5.532.800	5.819.530	6.328.739	8,8%
Campo 2	10.132.896	12.523.000	13.245.961	14.677.957	10,8%
Campo 3	5.394.000	6.203.100	6.565.236	7.387.320	12,5%
Campo 4	5.819.940	7.014.800	7.386.679	7.940.680	7,5%
Campo 5 y 6 *	9.865.505	10.572.368	11.919.771	12.913.086	8,3%
<b>Total</b>	<b>36.056.453</b>	<b>41.846.068</b>	<b>44.937.177</b>	<b>49.247.782</b>	<b>9,6%</b>

Fuente: CARE en base a las tasaciones

\* En esta oportunidad se tasaron juntos los predios 5 y 6 que son linderos y utilizan los mismos recursos de riego.

### 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.). *Riesgo bajo.*

**Riesgo de descalce de monedas.** Los ingresos y egresos más relevantes están previstos en la misma moneda. *Riesgo casi nulo.*



## V. EL ENTORNO

El análisis de entorno refiere a la evaluación de factores futuros que pueden afectar la generación de los flujos propuestos, pero que derivan de circunstancias ajenas a la empresa y refieren al marco general. Tienen que ver con la evolución esperada de los mercados interno o internacional de insumos, productos y bienes, así como con el análisis de políticas públicas capaces de incidir directamente en el cumplimiento de los objetivos planteados. Por políticas públicas se entiende no solo las domésticas sino las de los países con los que existe comercio.

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

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

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

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

### 5.1. Riesgo Económico y de Mercado

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

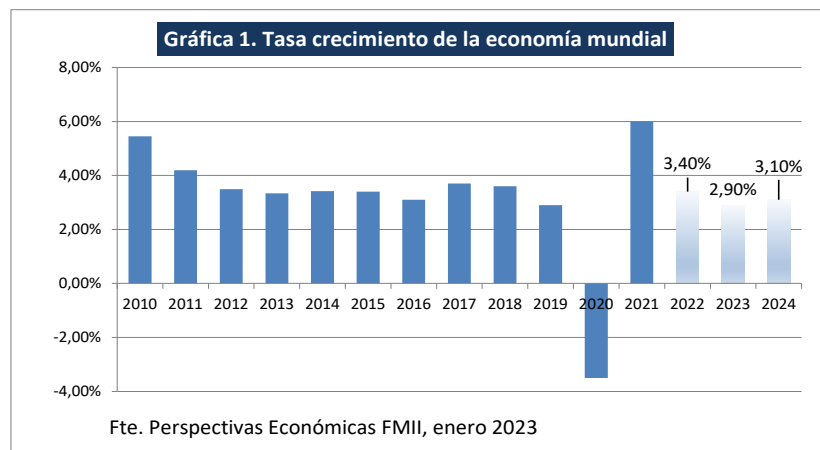
Resulta claro también que la demanda por alimentos tendrá una tendencia creciente de la mano del aumento de la población mundial, la occidentalización del consumo en algunas regiones del mundo, la urbanización, el crecimiento económico de los países emergentes, etc. Sin embargo, los incrementos de productividad,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

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

## 5.1.1. Sobre el precio de los productos agrícolas - alimenticios

El comportamiento esperado de los precios de los productos agrícolas afecta el resultado de la inversión, aunque en menor proporción que los precios de la tierra. La trayectoria de mediano y largo plazo de los precios afecta aproximadamente el 32% de los retornos de la inversión. Algunos aspectos vinculados a la volatilidad y riesgo productivo están razonablemente mitigados, a través de la utilización de mecanismos de coberturas para el caso de los precios y por los seguros y el riego en el caso de los riesgos climáticos.

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



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

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

impulsaron la demanda durante ese período se destaca:

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

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

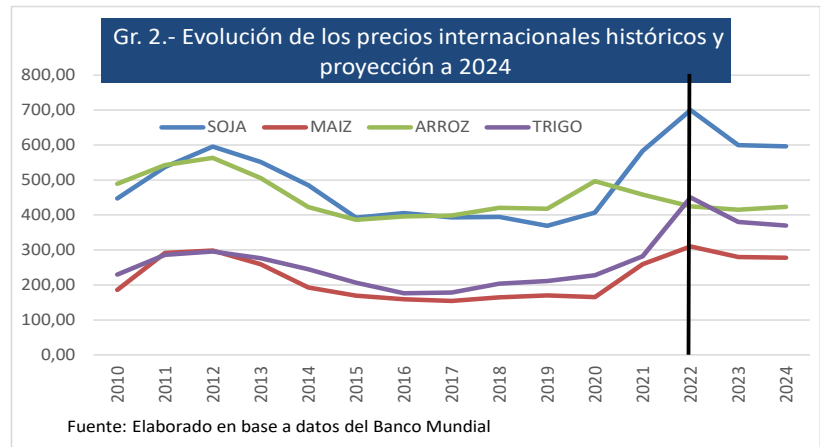
Los precios internacionales de los cereales, de la soja y de la carne aumentaron fuertemente durante el año 2021 y parte del 2022. Un factor importante detrás de la evolución de los precios durante ese período fue el aumento sustancial de las importaciones por parte de China por encima de los niveles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

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

## Perspectivas de corto plazo

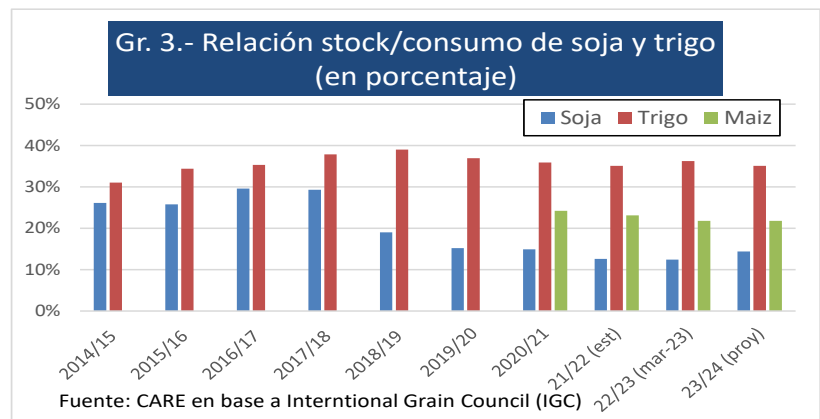
En la siguiente gráfica se presenta la evolución de los precios internacionales de los últimos años según el Banco Mundial<sup>8</sup> en la que se observa el aumento de precios comentado y una proyección al 2024, en la que se consigna una tendencia decreciente, en términos nominales, pero manteniéndose por encima de los valores registrados entre 2015 y 2020 (con excepción del arroz).

<sup>8</sup> Banco Mundial-Commodity Prices (octubre 2022) y Banco Mundial Commodity Price Data.



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

Del análisis del ratio stocks/consumo, surge que nos encontramos para el caso de la soja y también del maíz con una relación relativamente baja en términos históricos, lo que refuerza la idea de que al menos para estos rubros las perspectivas de precio para el corto plazo siguen siendo auspiciosas.



## Perspectivas de largo plazo

CARE consultó diversas fuentes de información<sup>9</sup>, 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.**

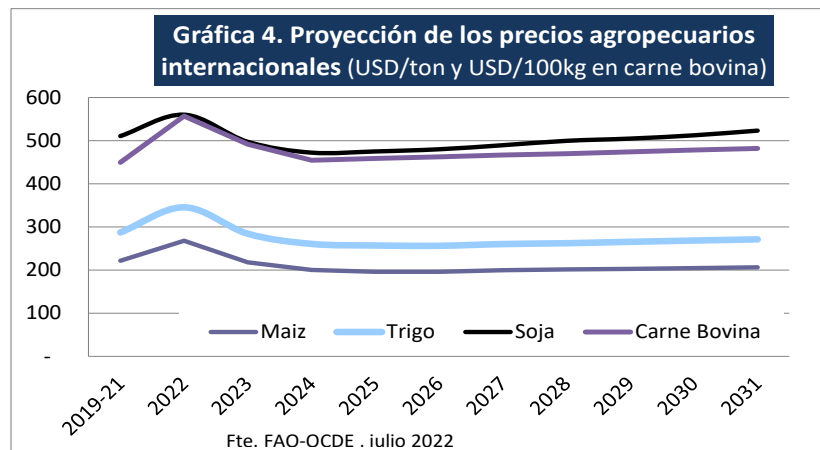
El índice de precios de los alimentos de la FAO<sup>10</sup> se situó en un promedio de 129,8 puntos en febrero de 2023, un 0,6 % menos que en enero, descendiendo así por onceavo mes consecutivo. Con este último descenso, el índice ha disminuido un 18,7 % respecto del nivel máximo alcanzado en marzo de 2022. La caída del índice en febrero obedeció al descenso de los índices de precios de los aceites vegetales, los productos lácteos, los cereales y la carne, mientras que hubo incrementos en los precios del azúcar.

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

<sup>10</sup>. FAO. Situación Alimentaria Mundial. Febrero de 2023

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

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



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

Este organismo proyecta que el crecimiento de la demanda de cereales sería menor en comparación con la década anterior, debido a la combinación de varios factores: un menor crecimiento de la demanda de raciones y una menor demanda de cereales para biocombustibles y otros usos industriales. Por otra parte, el consumo per cápita de la mayoría de los cereales ya ha alcanzado niveles de saturación en muchos países, por lo que no se espera una mayor demanda por ese lado, sin embargo, el crecimiento demográfico aumentará el consumo de cereales como alimento principalmente en los países de ingresos bajos y medios-bajos.

La utilización de harina proteica se verá limitada por un crecimiento más lento de la producción mundial de aves de corral y ganado, ya que la harina proteica se utiliza casi en su totalidad como alimento para animales. Asimismo

se espera una mayor eficiencia alimenticia combinada con esfuerzos para lograr proporciones más bajas de harina proteica en las raciones de alimentos para el ganado, así como un menor uso de aceites para la elaboración de biocombustibles.

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

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

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

**Cuadro 10. Tasa de evolución de los precios proyectadas para la década**

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

Fuente: CARE en base a USDA y OECD-FAO

**Nota:** Incremento acumulativo anual

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

USDA precios al productor, período 2023 a 2032

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

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

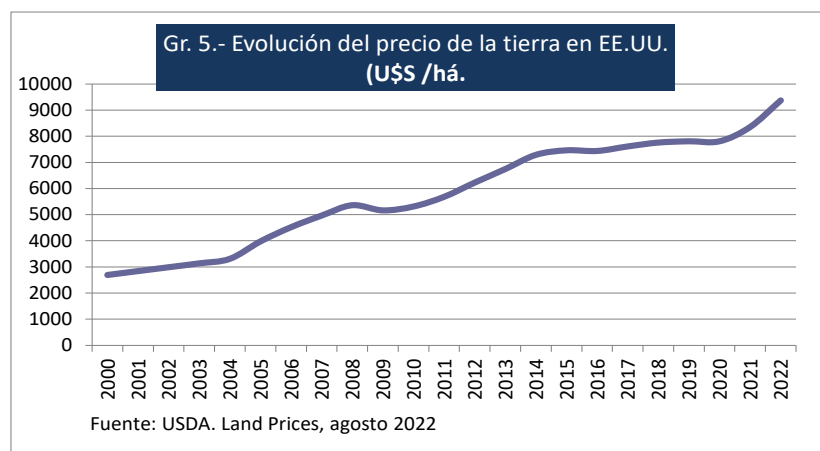
## 5.1.2. Sobre el precio de la tierra

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

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

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

El precio de la tierra (promedio) se había mantenido relativamente estable entre 2017 y 2020, con aumentos en el entorno a la inflación del dólar, pero en los últimos dos años parece recuperar la tendencia alcista en términos reales. En el año 2021 los precios promedio de la tierra aumentaron un 7%, y en el año 2022 el aumento fue del 12%. Si se analiza por separado las tierras agrícolas de las ganaderas, las primeras tuvieron entre 2021 y 2022 un aumento del 14,3% mientras que las segundas un 11,5%; esto se explicaría por los aumentos de precio de los productos agrícolas. El aumento de la inflación en EEUU, también explicaría estos recientes aumentos en el precio de la tierra, especialmente el de 2022.



El USDA, reporta también el comportamiento de los precios de las tierras irrigadas y sin riego. Para el caso concreto de las tierras del “Corn Belt” (Missouri), el USDA en su reporte de agosto de 2022, muestra que los precios de las tierras irrigadas se ubican en el entorno de un 30% por encima de las no irrigadas. En zonas más secas, como por ejemplo en California, las tierras irrigadas valen un 180% más que las que no se riegan.

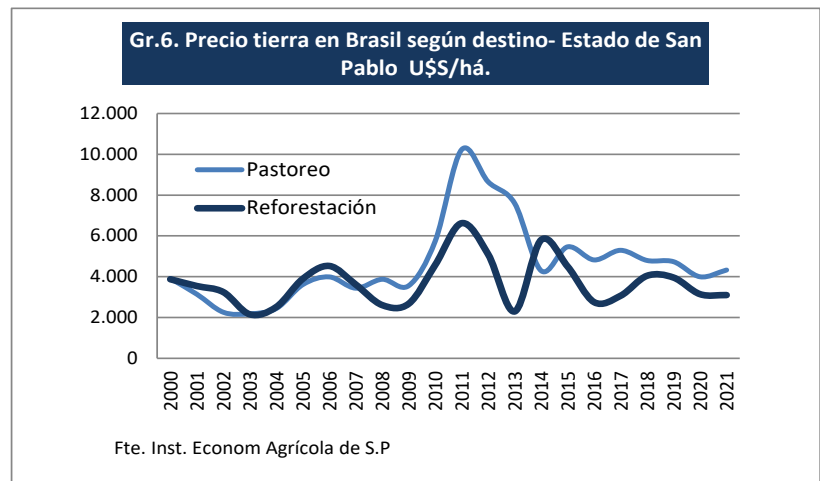
**Cuadro 11. Precio de la tierra regada y no regada en el Corn Belt de EEUU (USD/ha)**

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

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

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

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



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

La particular situación de Argentina hace imposible disponer de una serie de precios actualizada y confiable de la tierra. La alta volatilidad de las políticas, las elevadas detracciones a las producciones agrícolas, los desajustes macroeconómicos y las restricciones al manejo de las divisas, generan distorsiones en los valores que nada tienen que ver con la tendencia que



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

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

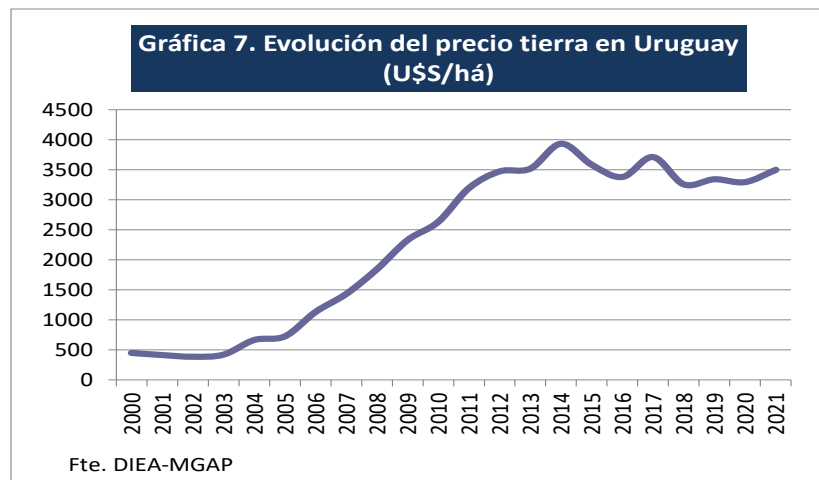
En el caso de Uruguay, la información reportada por DIEA-MGAP para el promedio de las transacciones de tierras da cuenta de una muy fuerte valorización a partir de 2004 y hasta el 2014 cuando se verifica el valor máximo. A partir de 2015 comienza un cierto ajuste a la baja pero con un comportamiento un tanto errático, consecuencia seguramente de un bajo número de transacciones en donde la calidad y la localización de los campos comercializados tienen una gran influencia en los valores medios. Fue así que en 2017 DIEA reportó un aumento de un 9,8% en el valor de la tierra, luego en 2018 la misma oficina da cuenta de una reducción de un 12,3%, en 2019 se reporta un leve aumento de un 2,6%, en 2020 el precio promedio de la hectárea media del país vuelve a caer (-1,4%) y para el 2021 DIEA reporta un incremento del 6,2%<sup>11</sup>.

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

Si bien no existen aún datos oficiales para 2022, es muy probable que se haya mantenido la tendencia al crecimiento de los valores, en línea con lo ocurrido en el año anterior, como consecuencia de los buenos precios de la soja y de la carne vacuna, así como por el fortalecimiento del peso uruguayo con respecto al dólar, moneda con la que se realizan las transacciones de campos<sup>12</sup>. 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.

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

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



Existen otras fuentes de información realizadas por consultoras y operadores del mercado<sup>13</sup>, que utilizando diferentes criterios de tasación estiman valores de campos de características similares y teniendo en cuenta los diferentes destinos productivos. Las metodologías más utilizadas son: la comparación de ventas reales de campos similares y la valuación según las rentas esperadas. En general el valor de mercado surge de la integración de ambas metodologías. Del estudio de varias tasaciones de campos a las cuales CARE tuvo acceso, surge que para el año 2022 los campos se habrían valorizado entre un 3 y un 4%.

Existe una proporcionalidad comprobada<sup>14</sup> entre el índice de CONEAT y el precio con valores de campo con CONEAT por encima de 100, pero cuando los índices están por debajo de 100, los precios también caen pero no exactamente en la misma proporción que cuando están por encima de 100. Esto básicamente se explica porque muchos de los campos por debajo de 100 son demandados para producciones diferentes a la carne y a la lana (arroz, forestación), rubros considerados para determinar el valor del índice.

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

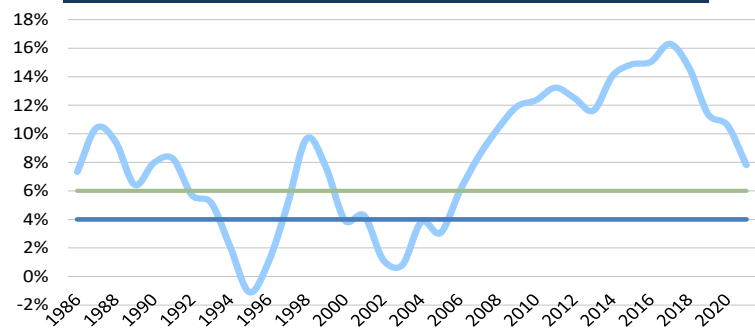
Para ello CARE analizó con la información de los precios de la tierra (en dólares corrientes) de una serie de 52 años (1970 a 2021) la variación anual en períodos de 15, en donde se observa lo siguiente:

- En promedio, la evolución anual del precio de la tierra en períodos móviles de 15 años fue de 8,1%.
- En la serie aparecen 7 años en donde el aumento acumulativo anual en periodos de 15 años es menor al 4%, valor sobre el que CARE recalculó la TIR. La última vez que esto ocurrió fue en el año 2005 para campos que habían sido comprados en el año 1990.
- También aparecen 11 años (un 31%) en donde el aumento acumulativo anual en periodos de 15 años es menor al 6%.

<sup>13</sup>. SERAGRO, Agroclaro, Consur y operadores privados

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

Gráfica 8. Evolución de a tasa de valorización anual del precio de la tierra en períodos de 15 años



Fuente: CARE en base a DIEA-MGAP

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.

CARE entiende que si bien cabe esperar para el mediano y largo plazo aumentos sostenidos en los precios de la tierra, éstos no serían de similar magnitud que el pasado. Muy probablemente los aumentos de precios compensarán la inflación de largo plazo de Estados Unidos, más un pequeño componente por incremento de la productividad de la tierra, de esta forma se deberían ubicar entre el 3 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. Esto no implica que existan variaciones de corto plazo que la aparten de esa tendencia, derivadas por ejemplo de la evolución de la tasa de interés internacional, la inflación, los precios de los commodities, etc.

#### 4.- 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/aparero, 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)<sup>15</sup> de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.*

Comité de Calificación



Ing. Julio Prevo



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrián Tamber

<sup>15</sup>. **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.**