

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

Montevideo, octubre de 2024

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

**ACTUALIZACIÓN DE CALIFICACIÓN DE RIESGO DE CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN DEL
"FIDEICOMISO FINANCIERO TIERRAS IRRIGADAS"
29 - octubre - 2024**

| | |
|------------------------------------|--|
| Denominación: | Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas |
| Fiduciario: | TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A. |
| Fideicomitente/Operador: | Bearing Agro |
| Agente de Registro y Pago: | TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A. |
| Entidad Representante: | Bolsa de Valores de Montevideo. |
| Títulos emitidos: | Certificados de participación |
| Moneda: | Dólares americanos |
| Importe de la emisión: | USD 50.000.000 (cincuenta millones de dólares). |
| Plazo : | 15 años |
| Fecha de emisión: | 9 de setiembre de 2016 |
| Distribuciones: | Bianuales, con vencimientos el 15 de abril y el 15 de setiembre de cada año, cuando corresponda. |
| Activos del Fideicomiso: | Inmuebles rurales, infraestructura de riego, arrendamientos, entre otros. |
| Calificación de Riesgo: | BBB. uy |
| Vigencia de la calificación | 30 de abril de 2025 ¹ |
| Comité de Calificación: | Julio Preve, Martín Durán y Adrián Tamber. |
| Manual utilizado: | Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros. |

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

Resumen General

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

A modo de resumen, los aspectos salientes de la calificación son:

- Una construcción financiera que desde el punto de vista jurídico ofrece las garantías necesarias, tal como fuera analizado en el informe jurídico que se adjuntó en la primera calificación (www.care.com.uy).
- Los informes del operador (Bearing Agro), muestran que los avances logrados están razonablemente alineados con el plan de negocios, aunque por debajo de las proyecciones iniciales, que se explican en gran medida por la adquisición de una superficie menor a la proyectada, un mayor precio de compra de la tierra y a una puesta en funcionamiento más tardía. La empresa sigue mostrando capacidad de llevar adelante el proyecto. Se destaca que la misma empresa se encuentra administrando una segunda operación a través de una construcción financiera muy similar a ésta, que también viene siendo calificada por CARE y tiene también nota de grado inversor.
- Un negocio que desde el punto de vista económico-financiero para el inversor, soportó los stresses ajenos al negocio a los que razonablemente la emisora y la calificadora sometieron el proyecto en oportunidad de la calificación original. El operador presenta en esta oportunidad una nueva actualización del flujo financiero con información real hasta el 30 de junio de 2024, proyectando una TIR del 6,0% para el inversor. CARE sensibilizó el flujo con los criterios que generalmente considera para hacer proyecciones de largo plazo, estimando una TIR para el inversor del 4,7%, valor que resulta menor a la estimada en el prospecto, pero se mantiene dentro de rangos aceptables para la calificadora.
- Se destaca la alineación de incentivos entre el fideicomiso y el operador ya que este último adquirió certificados de participación por el 7,5% del monto total de la emisión por un total de 3,75 millones de dólares.
- El Fideicomiso tiene tres establecimientos por un total de unas 5.900 has, de las cuales se riegan aproximadamente 2.300 hectáreas de maíz y soja, todas las inversiones en riego se encuentran operativas. El proyecto original suponía la compra de unas 6.800 hectáreas totales para regar unas 3.000; esa proyección no pudo cumplirse porque el precio de la tierra fue mayor al estimado en el prospecto. En consecuencia las superficies sembradas y la producción que se viene obteniendo se encuentran por debajo de lo previsto en el prospecto. Asimismo, a diferencia de lo proyectado, las áreas de cultivos de invierno son menores a lo estimado inicialmente, lo cual tiene su explicación en la baja rentabilidad que han tenido esos cultivos el pasado reciente.

- En campaña de verano 2023/2024 (soja y maíz) se alcanzaron rendimientos productivos muy buenos, a pesar de la escasa disponibilidad de agua en las represas al inicio y las abundantes lluvias del otoño 2024 que generaron retrasos en la cosecha, y pérdidas de rendimiento y calidad en algunas sojas tardías. En el ámbito comercial, los mercados internacionales registraron una baja significativa en el precio de la soja, mientras que el mercado local también experimentó un retroceso en el precio del maíz. El ingreso del Fideicomiso por concepto de rentas agrícolas por los cultivos de verano 23/24 se ubicaron en casi 924 mil dólares, de los cuales un 96% responden a los cultivos realizados por el operador (Bearing Agro) y el resto a 150 hás que se arrendaron a un tercero para realizar soja.
- En la campaña de Invierno 24/25, solamente se plantaron 136 hectáreas de cebada, y el operador informa que a la fecha el cultivo se encuentra en su etapa de floración presentando una buena condición.
- Para la zafra de cultivos de verano 24/25 se proyectó una reducción significativa del área de soja, principalmente como consecuencia de la presión internacional a la baja de su precio. Por otra parte, se sembrará una mayor superficie de maíz, aprovechando que las represas están llenas, ya que es un cultivo con mayor demanda de agua y con muy buena respuesta al riego. También se plantará sorgo y maíz tardío.
- La última tasación de los campos del fideicomiso se presentó al 31 de diciembre de 2023. Considerando la tierra y las mejoras en riego, el valor total ascendió a 61,48 millones de dólares, un 6,6% más que en el año anterior.
- Los factores que dieron lugar a los altos precios internacionales de los productos agropecuarios en 2022 ya no están operando, por lo que cabría esperar -según todas las fuentes internacionales consultadas-, que los valores reales de los principales productos agrícolas mantendrían su tendencia a disminuir ligeramente a lo largo de los próximos 10 años. No obstante, crecerán seguramente en valores nominales pero sin compensar totalmente la pérdida del valor de la moneda. Este comportamiento se explica en gran medida como consecuencia de que el crecimiento en la demanda -que seguramente continuará-, en términos generales sería más que compensado con incrementos en la productividad y en menor medida también por la reducción de las pérdidas postcosecha.
- La caída en los precios que se verificó en los primeros meses del 2024 para el caso de la soja, maíz y trigo, se debió en gran medida a un desajuste entre la oferta y la demanda, explicada por una elevada cosecha tanto en el hemisferio norte como en el sur. Los precios deprimidos por su parte estarían contribuyendo a mejorar las ventas, por lo que cabría esperar que los valores comiencen a mejorar hacia finales del año.

- El mercado de tierra agrícola, presenta para el largo plazo tendencias de incremento en sus precios, como consecuencia del aumento sostenido de la demanda de alimentos, fibras y maderas, y a que en general las posibilidades de expansión de la frontera agrícola está cada vez más limitada. Para el caso del Uruguay, los incrementos esperados en los precios de la tierra serán seguramente más moderados que los ocurridos entre 2004 y 2014. Luego de un período de ajuste y de un comportamiento errático con escasos negocios entre 2015 y 2020, el precio de la tierra lleva tres años de aumentos: 6,2% en 2021, 6,9% en 2022 y 1,1% en 2023². Estos últimos aumentos en los valores de la tierra se podrían explicar en parte como consecuencia del repunte de los precios internacionales en los años 2021 y 2022, por el fortalecimiento del peso uruguayo con respecto al dólar, así como también por la alta inflación internacional.
- En cuanto a las políticas públicas sectoriales, no se perciben riesgos en este sentido.

² En 2023, vuelven a caer las superficies comercializadas por lo que los valores medios pueden estar muy influidos por la localización y calidad de los campos considerados.

I. INTRODUCCIÓN

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para actualizar la calificación de los certificados de participación en el dominio fiduciario del fideicomiso financiero nominado "Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas".

La calificación de riesgo supone la expresión de un punto de vista especializado por parte de una empresa autorizada a ese propósito por el Banco Central del Uruguay (BCU), que realiza la supervisión y control del sistema financiero, así como de las calificadoras de riesgo. La nota conferida no representa no obstante, una recomendación de compra o una garantía de CARE para futuros inversores, y por tanto la calificación debe considerarse a los efectos de cualquier decisión como un punto de vista a considerar entre otros. CARE no audita ni verifica la exactitud de la información presentada, la que sin embargo procede de fuentes confiables a su juicio.

El marco conceptual de esta calificación supone un ejercicio prospectivo por el cual se confiere una nota que califica el desempeño esperado del fideicomiso, su capacidad de generar en el tiempo, utilidades conforme al proyecto de ejecución del negocio agrícola con infraestructura de riego, que su administración está mandatada a realizar. Admitido el rango de TIRs derivado de múltiples simulaciones razonables para el proyecto, las futuras no se vinculan estrictamente con la obtención de estas cifras. En efecto, no se trata en este caso de una emisión con compromiso de rentabilidad fijo. Por tanto, la nota no depende estrictamente del alcance de las Tasas Internas de Retorno calculadas en el proyecto ni de los costos de oportunidad del capital de los inversores. En definitiva, la nota sigue entre otros criterios el cumplimiento del proyecto y el alcance de una rentabilidad mínima que se juzgue aceptable en ocasión de cada recalificación.

CARE Calificadora de Riesgo es una calificadora con registros y manuales aprobados por el Banco Central del Uruguay a partir del 3 de abril de 1998. Califica conforme a su metodología oportunamente aprobada por dicha autoridad, seleccionando los profesionales necesarios para integrar en cada caso el comité de calificación, el que juzga en función de sus manuales. Estos, su código de ética, registros y antecedentes se encuentran disponibles en el sitio web: así como en el del regulador: www.bcu.gub.uy. El comité de calificación estuvo integrado en este caso por Julio Preve, Adrián Tambler y Martín Durán Martínez. El análisis de las contingencias jurídicas fue realizado por el Dr. Leandro Rama Sienna³.

2. Antecedentes generales y hechos salientes del período

2.1. Antecedentes generales

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

³. Disponible en la calificación original, www.care.com.uy

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

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

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

Las principales características del proyecto son:

- Administración a cargo de Bearing Agro S.A, una compañía con probada habilidad, en la administración de inmuebles destinados a la actividad agrícola, con especialidad en riego.
- Se adquirieron aproximadamente 5.900 hectáreas en tres establecimientos, habiéndose ya culminado la etapa de compra de campos. El prospecto suponía la compra de unas 6.800 hectáreas totales, lo cual no fue posible ya que se proyectó un precio de 6.000 USD/ha y finalmente fue de 6.471. El prospecto original fue elaborado en 2012 y finalmente la emisión se realizó en 2016, el precio de la tierra en ese período había subido un 15%.

Cuadro 1: Uso del suelo (prospecto vs real)

| Area | Prospecto | | Real al 30/06/2024 | |
|-------------------------|--------------|-------------|--------------------|-------------|
| | Hectáreas | Porcentaje | Hectáreas | Porcentaje |
| Agricultura bajo riego | 3.086 | 46% | 2.334 | 40% |
| Agricultura de secano | 1.322 | 19% | 786 | 13% |
| Ganadería | 1.662 | 25% | 1.658 | 28% |
| Forestación | - | 0% | 259 | 4% |
| Caminos, reservas, etc. | 712 | 10% | 865 | 15% |
| TOTAL | 6.782 | 100% | 5.902 | 100% |

Fuente: El Operador

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

- El tercer predio (Selva Negra) tiene una superficie de 1.400 hectáreas, habiéndose tomado posesión del mismo el 31 de mayo de 2018. En este predio se instalaron 9 pivots y se comenzó a regar en la zafra 20/21.
- La superficie ganadera es explotada por terceros, siendo la superficie total destinada a esta actividad de 1.658 hectáreas entre los tres predios. Asimismo, en dos de los predios hay áreas destinadas a la forestación (259 has), actividad que es realizada a través de un arrendamiento a la empresa Montes del Plata. En todos los casos hay contratos a largo plazo firmados.
- En lo referente a las obras de infraestructura y riego en los campos las inversiones ya han culminado y se encuentran operativas.
- En noviembre de 2020 se realizó una asamblea de beneficiarios a los efectos de aprobar una modificación del contrato de Fideicomiso, lo que fuera aprobado por unanimidad. Las principales modificaciones refieren a la remuneración de los contratos de aparcería en los cultivos de invierno que podrá acordarse en cada oportunidad y la autorización a realizar arrendamientos agrícolas con terceros.
- El 6 de abril de 2021 se realizó una asamblea de beneficiarios en la cual se acordó que el Fideicomiso contratara en forma directa el arrendamiento de algunas áreas ganaderas y también el casco de uno de los establecimientos.
- En junio de 2022 culminó el proceso de cambio en el directorio de Bearing Agro el cual se efectivizó a partir del 11 de agosto de 2022. Estos cambios no alteraron el juicio favorable al funcionamiento de la firma administradora.
- En 2022 se realizó la primer distribución de fondos del Fideicomiso a los inversores por 1,2 millones de dólares. En 2023 se realizó la segunda y se llevan distribuidos a la fecha (30 de junio 2024) un total de 2,2 millones de dólares.
- En 2023 el Fideicomiso solicitó y tiene aprobado un crédito de largo plazo que tiene como objetivo adquirir nuevos campos, invertir en riego y en paneles solares. El contrato de fideicomiso habilita a que el fideicomiso pueda endeudarse en hasta un 30% de los activos que integren el patrimonio fiduciario.
- El 24 de julio de 2023 se realizó una asamblea de beneficiarios en la que se aprobó un cambio en el contrato de fideicomiso, que ya fue realizado. Las modificaciones básicamente responden a un cambio en el Agente de Pago que pasó a ser el Fiduciario (antes Scotiabank) y otras modificaciones relativas a la distribución de utilidades y sus fechas de pago, que no serán fijas sino definidas en cada oportunidad.
- Se presentó a diciembre de 2023 la última tasación de los campos y mejoras del Fideicomiso, mostrando un aumento del 6,6% respecto del año anterior. El valor de los campos y mejoras, según esta última tasación, era de 61,48 millones de dólares, y se mantiene por encima de la emisión.

2.2. Hechos salientes del Período

- En la zafra de verano (23/24) el operador sembró en total unas 3.135 hectáreas, aproximadamente una cifra muy similar a la del año anterior. Dado que el invierno había sido seco y las represas no estaban llenas se aumentó la superficie de soja y se redujo la del maíz, ya que este último tiene mayores requerimientos de agua. El 92% del área de maíz fue bajo riego al igual que el 68% del área de soja. En el cuadro siguiente se presenta el resultado final y los ingresos obtenidos por el Fideicomiso.

Cuadro 2: Área de cultivos de verano y rendimientos realizados por Bearing Agro la zafra 23/24

| Cultivo | Hás | Rendimiento tt/ha | Producción Toneladas | Renta Agrícola USD |
|--------------|--------------|----------------------|-------------------------|-----------------------|
| Soja | 2.397 | 3,04 | 7.286 | 578.742 |
| Maiz | 734 | 11,11 | 8.156 | 308.106 |
| TOTAL | 3.131 | | 15.442 | 886.848 |

Fuente: El operador

Nota: renta del Fideicomiso es el 23% de la producción, siempre que supere la base mínima establecida en el contrato.

- Los rendimientos de la campaña de verano 23/24 fueron muy buenos a pesar de la escasa disponibilidad de agua al inicio y las lluvias abundantes del otoño 2024 que generaron retrasos en la cosecha, aumento de costos logísticos, pérdida de kilos y calidad. Los cultivos que fueron más afectados fueron las segundas. En los aspectos comerciales, los mercados internacionales registraron una baja significativa en el precio de la soja, mientras que el mercado local también experimentó un retroceso en el precio del maíz.
- En uno de los predios del Fideicomiso hay 150 hectáreas arrendadas a un tercero a razón de 600 kilos de soja por hectárea, lo que le generó un ingreso adicional de unos 37 mil dólares también por concepto de cultivos de verano.
- Para la actual zafra de invierno 24/25, el operador decidió implantar únicamente cebada. Se implantaron unas 136 hás y se estima que el ingreso para el fideicomiso será de unos 5.600 dólares.

Cuadro 3: Área de cultivos de invierno y rendimientos esperados de la zafra 24/25

| Cultivo | Hás | Rendimiento tt/ha | Producción Toneladas | Renta Agrícola estimada USD |
|--------------|------------|----------------------|-------------------------|--------------------------------|
| Cebada | 136 | 4,00 | 544 | 5.653 |
| TOTAL | 136 | | 544 | 5.653 |

Fuente: El operador

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

- Las áreas ganaderas y forestales continúan arrendadas con contratos a largo plazo, que están fijados en kilos de carne (ganadería) y en el caso de los forestales fueron fijados en dólares con ajuste según evolución de precio internacional de la pulpa de celulosa. Para este ejercicio el ingreso esperado para el fideicomiso por las rentas ganaderas y forestales sería de unos 280 mil dólares.

- El operador informa que fue aprobada una distribución de 800 mil dólares entre los beneficiarios.

1. Información analizada

La información analizada fue la siguiente:

- Información de carácter general y sectorial, de fuentes nacionales e internacionales, citadas en la realización de las Secciones IV y V, como notas al pie.
- Informes del aparcero/operador al primer semestre 2024 (octubre 2024).
- Flujo de fondos ajustado a junio de 2024
- Informes de cosecha del Comité de Vigilancia (invierno y verano 23/24).
- Estados Contables intermedios del Fiduciario al 30/06/2024.
- Estados Contables intermedios del Fideicomiso al 30/06/2024.
- Estados Contables de Bearing Agro al 30/06/2024.

II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

Se ofrecieron en oferta pública certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas, creado por contrato correspondiente de fideicomiso financiero. Este contrato, los certificados y los demás contratos citados se analizan en la presente sección.

1. Descripción general

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

³. CARE debe recibir aun documentos definitivos

2. Análisis jurídico

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

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

3. Riesgos considerados

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

Riesgo por iliquidez. Los certificados se han diseñado para ser líquidos. Por este motivo, la liquidez puede considerarse adecuada dadas las características del mercado uruguayo. No obstante este proceso no es instantáneo y puede llevar un tiempo difícil de determinar. *El riesgo es medio bajo*.

III. LA ADMINISTRACIÓN

Las características de la emisión hacen necesario analizar dos empresas administradoras: TMF Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A. (TMF) en su condición de emisora y fiduciaria del fideicomiso financiero, y Bearing Agro S.A en su triple condición de agente, aparcerero y fideicomitente. Se trata de evaluar la capacidad de gestionar, de administrar un patrimonio, para lograr el cumplimiento de las obligaciones de administración que se establecen en el contrato que constituye el fideicomiso. Integra este análisis el ajuste de la fiduciaria a las disposiciones nacionales jurídicas vigentes.

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

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

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

TMF Uruguay

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

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

Un resumen de los principales rubros del estado de situación y resultados al cierre intermedio del 30/06/2024 y su comparativo con cierres anteriores se presenta en los cuadros siguientes.

Cuadro 4: Estado de Situación (en miles de \$)

| Concepto | 30/6/2024 | 31/12/2023 | 31/12/2022 |
|----------------------------|----------------|----------------|----------------|
| Activo | 170.272 | 154.995 | 160.000 |
| Activo Corriente | 42.046 | 30.141 | 35.014 |
| Activo no Corriente | 128.226 | 124.854 | 124.986 |
| Pasivo | 145.696 | 130.795 | 137.112 |
| Pasivo Corriente | 35.953 | 23.879 | 28.271 |
| Pasivo no Corriente | 109.743 | 106.916 | 108.841 |
| Patrimonio | 24.576 | 24.200 | 22.888 |
| Pasivo y Patrimonio | 170.272 | 154.995 | 160.000 |
| Razón Corriente | 1,17 | 1,26 | 1,24 |

Fuente: EE.CC TMF

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

| Concepto | 30/6/2024 | 30/6/2023 | 31/12/2023 |
|-------------------------------|---------------|---------------|---------------|
| Ingresos operativos | 18.447 | 18.916 | 35.903 |
| Costo Servicios Prestados | (3.879) | (3.943) | (7.075) |
| Resultado Bruto | 14.568 | 14.973 | 28.827 |
| Gastos Administración y Vtas. | (7.716) | (6.440) | (16.290) |
| Resultado Operativo | 6.852 | 8.533 | 12.537 |
| Resultado Financiero | (4.034) | (5.629) | (7.342) |
| IRAE | (2.441) | (864) | (3.884) |
| Resultado del Periodo | 377 | 2.041 | 1.312 |

Fuente: EE.CC TMF

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

Al cierre del primer semestre de 2024, TMF Uruguay AFISA mantiene la administración de varios fideicomisos financieros (tanto de oferta pública como privada) que operan en diversas áreas y varios fideicomisos de administración y garantía.

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

2. Bearing Agro S.A.

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

fundamentalmente a través de la experiencia de haber calificado esta y otra operación totalmente análoga. Ambos, hasta la fecha, vienen cumpliendo satisfactoriamente con su plan de negocio.

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

Bearing Agro SA, en tanto sponsor de ambos proyectos, es también Fideicomitente comprometiéndose a aportar hasta USD 9.375.000, lo que ya ocurrió según consta en su balance.

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

Luego del cambio producido en 2022 y del que se diera cuenta en anteriores actualizaciones, el directorio de Bearing Agro a partir del 11 de agosto de 2022 quedó conformado por Carlos Obrien; Alain Gaudri; Luc Richard y Enrique Garbino. Estos cambios no alteraron el juicio favorable al funcionamiento de la firma administradora, entre otras cosas porque mantiene las figuras clave y porque, como se ha mencionado, la evolución de ambos proyectos es el mejor indicador de gestión.

Situación económico financiera

La firma cierra ejercicio el 30 de junio de cada año siguiendo la lógica de los ejercicios agropecuarios. El último balance que CARE tuvo a la vista corresponde al ejercicio cerrado el 30/6/2024 con informe de auditoría. De su lectura se desprende el alto compromiso de sus accionistas con la firma por lo que no se advierten riesgos en el cumplimiento de sus obligaciones con esta operación.

El Fideicomiso

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

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

Sus estados de situación y resultados intermedios al término del primer semestre de 2024 se presentan en los cuadros siguientes:

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

| Rubros | 30/6/2024 | 31/12/2023 | 31/12/2022 |
|----------------------------|---------------|---------------|---------------|
| Activo | 62.916 | 62.317 | 59.053 |
| Activo Corriente | 1.299 | 675 | 1.093 |
| Activo no Corriente | 61.617 | 61.642 | 57.961 |
| Pasivo | 1.945 | 1.894 | 1.799 |
| Pasivo Corriente | 223 | 175 | 176 |
| Pasivo no Corriente | 1.722 | 1.719 | 1.623 |
| Patrimonio | 60.971 | 60.423 | 57.254 |
| Pasivo y Patrimonio | 62.916 | 62.317 | 59.054 |
| Razón Corriente | 5,83 | 3,86 | 6,21 |

Fuente: EE.CC Fideicomiso

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

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

En este caso, por tratarse de un cierre intermedio, no corresponde ajuste de valor de la tierra la que se hará como es habitual a fin del corriente ejercicio.

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

| Rubros | 30/6/2024 | 30/6/2023 | 31/12/2023 |
|------------------------------|------------|--------------|--------------|
| Ingresos operativos | 805 | 621 | 1.232 |
| Valuación propiedades | - | - | 3.633 |
| Costo de ventas | - | - | - |
| Resultado Bruto | 804 | 621 | 4.864 |
| Gastos de Administración | (247) | (352) | (594) |
| Resultado Operativo | 558 | 268 | 4.271 |
| Resultado Financiero | (5) | 9 | 0 |
| Resultado antes IRAE | 553 | 278 | 4.271 |
| IRAE | (5) | 1.336 | (102) |
| Resultado del período | 548 | 1.614 | 4.169 |

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Los resultados intermedios son positivos aunque menores a los registrados en el mismo periodo del año anterior (por efecto del IRAE); esto se analiza con mayor detalle en otra sección del presente informe.

4. Riesgos considerados:

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

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

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

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

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

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

1. Bienes fideicomitidos y aspectos descriptivos del proyecto

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

Como ya fuera comentado, la compra de tierras fue menor a la estimada inicialmente en el prospecto, lo que determinó un ajuste a la baja en las superficies agrícolas y de riego. En el siguiente cuadro se presentan los ingresos referidos al año 2024 en base a las actuales áreas de explotación y se comparan con lo que estaba establecido en el proyecto.

| Cuadro 8: Producción e ingresos reales y proyectados del Fideicomiso | | | | | |
|---|-------------------|--------------------|------------------------------------|--------------------|---------------|
| Producción | Prospecto | | Real al 30 de junio de 2024 | | |
| | Area (has) | USD Totales | Area (has) | USD Totales | USD/ha |
| Agricultura | 4.408 | 2.911.453 | 3.120 | 929.401 | 298 |
| Ganadería | 1.662 | 180.441 | 1.658 | 224.522 | 135 |
| Forestación | - | - | 259 | 56.433 | 218 |
| Otros | 712 | - | 865 | 16.584 | 19 |
| TOTAL (sin considerar otros) | 6.782 | 3.091.894 | 5.902 | 1.226.940 | 208 |
| TOTAL | | | 5.037 | 1.210.356 | 240 |

Fuente: en base a información del operador

Como se puede observar, en 2024 los ingresos volverían a estar muy por debajo de lo establecido en el prospecto, lo que se explica en parte porque las áreas agrícolas son menores, pero también en este año en particular por los menores precios de los productos. Este menor ingreso derivado de las rentas recibidas, por la explotación de un área menor, determinó una reducción en la TIR esperada del proyecto.

Por otra parte, el prospecto consideraba que los campos se compraban en el año 0 y entraban en producción en el año 1. En la realidad los campos se compraron en el transcurso de los años 0 a 2, entrando en producción entre los años 2 y 3, impactando también directamente en la TIR propuesta.

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

Todas estas consideraciones explican buena parte de las diferencias entre la TIR proyectada y la vigente.

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

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

En esta oportunidad el operador presentó un nuevo ajuste en el modelo financiero, al 30 de junio de 2024, con información real hasta esta fecha, proyectando hasta la finalización del Fideicomiso. Las Tasas de Retorno a las que se hará referencia en este capítulo refieren en todos los casos a las de un inversor que adquirió los CPs en el año 0 al valor par y se mantiene durante todo el período hasta la finalización del fideicomiso.

Los supuestos utilizados en esta última proyección fueron los siguientes:

- Se consideró la inversión real, y los resultados efectivos hasta el 30 de junio de 2024.
- Se consideraron los resultados de las cosechas de la campaña 23/24.
- Los precios y los rendimientos esperados a juicio de CARE resultan razonables. Los precios son los obtenidos 2023/24 y luego recuperan a los niveles previos (260 USD para maíz y 420 USD para la soja). Los rendimientos son razonablemente los que se están logrando y se mantienen hasta la finalización del fideicomiso.
- El crecimiento esperado en el precio de los commodities se supuso en un 5% nominal a partir de 2024/25.
- Un aumento del precio de la tierra del 5,5% anual.
- Bajo estos supuestos, la TIR del inversor se ubicaría en 6,0%.

Un aumento sostenido en los precios de los commodities del 5% al igual que un incremento del 5,5% en el precio de la tierra para CARE resulta optimista, a la luz de lo ocurrido en los años más recientes y comparándolo con las perspectivas del precio de las commodities de mediano y largo plazo que reportan las fuentes internacionales habitualmente consultadas por CARE⁴.

Para la Calificadora, un valor razonable de incremento anual del precio de la tierra debería contemplar a la inflación americana de largo plazo⁵ (2%) más el incremento en la productividad de la tierra (aproximadamente un 2%); por tal motivo el incremento de largo plazo en el precio de la tierra podría ubicarse entre 3,5 y 4%, sin contar la valorización debida a la incorporación de la infraestructura de riego.

Cabe subrayar que en el prospecto se ha fundamentado no solo la valoración esperada de la tierra, sino el plus que significa el agregarle una infraestructura de riego, apelando a fuentes internacionales. Como se expresa en el cuadro 12 de la Sección V, la bibliografía internacional muestra ejemplos de la existencia de diferencias importantes entre los valores de las tierras regadas y las no regadas, del orden del 30-40% (USDA)⁶. No existe información nacional al respecto.

⁴ FAO-OCDE, USDA y Banco Mundial, Ver Capítulo V.

⁵ Actualmente la inflación americana sigue por encima de ese valor, pero el objetivo es llevarla a la histórica.

⁶ Land Values 2023 Summary, Agosto de 2023, USDA

Asimismo, a juicio de CARE proyectar un 5% de incremento en los precios de los productos agrícolas y de esta forma determinar la evolución del ingreso por aparcerías, es más alto que el esperado por las diversas fuentes consultadas³. Estas fuentes coinciden en que la recuperación de los precios en el mediano plazo evolucionarían en forma positiva pero posiblemente por debajo de la inflación del dólar. No obstante el modelo financiero no considera incrementos en los rendimientos, lo que seguramente debería ocurrir y de esta forma el incremento de los ingresos por los contratos de aparcería del fideicomiso podrían llegar a verse incrementados, tal vez entre un 2 y un 3%.

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

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

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

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

Cuadro 9. Sensibilidad de la TIR a la tasa de crecimiento anual del precio de la tierra y de los granos

| Variación del precio de la Tierra | Variación del precio de los granos | | | |
|-----------------------------------|------------------------------------|-------|-------|-------|
| | 0,00% | 2,00% | 3,00% | 4,00% |
| 0,0% | 1,6% | 1,7% | 1,7% | 1,8% |
| 2,0% | 3,0% | 3,1% | 3,1% | 3,2% |
| 3,0% | 3,8% | 3,9% | 3,9% | 3,9% |
| 4,0% | 4,6% | 4,7% | 4,7% | 4,7% |
| 5,5% | 5,8% | 5,9% | 5,9% | 5,9% |

Fuente: CARE en base al Modelo financiero

Se observa que en el escenario más desfavorable, (con una valorización nula en los precios de la tierra y en los de los granos), la TIR del inversor se situaría en 1,6%. Vale la pena mencionar que este escenario es de muy baja probabilidad, ya que el precio de la tierra ha evidenciado en Uruguay una tendencia de largo plazo creciente; además hoy el valor de la tierra ya es mayor a la emisión o sea que debería mostrar una tasa negativa de crecimiento para el futuro. Para el caso de los precios, los especialistas coinciden en que los incrementos futuros serán moderados, aunque probablemente por debajo de la inflación histórica de EEUU. (véase la Sección V); por lo que un panorama de mantenimiento de los precios nominales sería también muy poco probable.

El efecto de los precios de los granos sobre la TIR es muy reducido, y se debe a que el principal determinante del retorno de la inversión está asociado a la apreciación de la tierra y en menor medida a los ingresos por aparcería.

⁴. FAO-OCDE, USDA y Banco Mundial, Ver Capítulo V.

⁵. Actualmente la inflación americana sigue por encima de ese valor, pero el objetivo es llevarla a la histórica.

⁶. Land Values 2023 Summary, Agosto de 2023, USDA

El escenario que de alguna manera coincide con los criterios de largo plazo para la calificadoradora, esto es, un aumento de un 4% en los precios de la tierra (considerando que son tierras irrigadas) y un 3% en los ingresos, arrojaría una TIR del 4,7%.

2.2 Tasas de crecimiento en los precios de la tierra

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

En el cuadro 10 se presentan los resultados obtenidos. Partiendo del valor de compra incluyendo las inversiones en riego realizadas en los predios, se calcula la tasa anual de aumento en el precio ocurrida hasta la última tasación (diciembre 2023); y también se calcula la tasa que debería ocurrir hasta la finalización del fideicomiso para alcanzar la TIR estimada por el Operador y la que cumple con los criterios de CARE.

Cuadro 10. Tasa de valorización de la tierra necesaria para alcanzar la TIR más probable

| | Precio de compra. tierra+inv Riego | Precio promedio a dic. 2023 | Tasa anual de aumento de precio de la tierra (2017-2023) | Tasa anual de aumento de precio de la tierra (2023-31) |
|---------------------|---------------------------------------|--------------------------------|--|--|
| TIR Esperada | (USD/ha) | (USD/ha) | | |
| 5,9% | 8.561 | 10.432 | 3,3% | 7,0% |
| 4,7% | 8.561 | 10.432 | 3,3% | 4,4% |

Fuente: CARE en base a informes de Tasaciones

Según surge del cuadro, la tasa anual de crecimiento en el precio de la tierra desde la compra de los predios y hasta la fecha actual ha sido del 3,3%, considerando los valores registrados en la tasación 2023. Para alcanzar la TIR del 5,9% (un aumento del valor de la tierra del 5,5% anual en todo el período), la tasa desde 2024 y hasta la finalización del fideicomiso debería ser de 7,0%, que resultaría relativamente elevada. Por otra parte, para alcanzar una TIR del 4,7% (tasa de aumento del 4% en todo el período), el precio de la tierra debería crecer durante los próximos 9 años a una tasa del 4,4% anual. Este último guarismo parecería más alcanzable.

Estas estimaciones se realizan considerando las tasaciones realizadas hasta la fecha, que podrían o no estar ajustadas a la realidad de estos campos, ya que por ejemplo llama la atención el escaso aumento que habían mostrado los valores de la tasadora al menos hasta 2022, creciendo muy por debajo que el promedio de los campos del país (DIEA-MGAP).

3. Nueva estimación del Costo de Oportunidad del Capital

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

Para estimar el costo de oportunidad del capital, CARE utiliza el modelo de valoración CAPM (Capital Asset Pricing Model)⁷, que relaciona la tasa libre de riesgo, la prima de riesgo del mercado y la prima de riesgo asignado al sistema de producción específico, en este caso la producción agrícola. Para evitar variaciones bruscas en la tasa, y tener una visión de mediano plazo, se consideraron valores promedios de los últimos 5 años en todas las variables. Para considerar el riesgo sistémico se utiliza el "beta"⁸ promedio de empresas de producción agrícola en mercados emergentes, el cual se ubica en 0,91, lo que indica que la inversión en la actividad tiene un mayor riesgo y variabilidad que el promedio de todas las actividades en ese mercado. Para la tasa libre de riesgo se considera el rendimiento de los Treasury Bonds a 10 años de EEUU (2,30%), para el riesgo país (índice UBI) se consideraron 115⁹ puntos básicos y para la prima de riesgo del mercado accionario se consideró 4,68%.

Aplicando estos valores se llega a una tasa de retorno esperada para el capital propio del 5,61%. Este valor es mayor a la TIR esperada del inversor para el escenario que considera los criterios de CARE (4,7%) y por lo tanto estaría por debajo del costo de oportunidad, según esta metodología. Esta opción de cálculo supone una comparación internacional que no está disponible en general para los inversores institucionales que participan en este tipo de fideicomiso.

En la coyuntura actual, la tasa libre de riesgo es mayor al promedio de los últimos 5 años, pero en contrapartida el riesgo país es menor al período considerado. En consecuencia, si se aplican los valores actuales, el costo de oportunidad del capital sería menor (5,31%).

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 Uruguay¹⁰. En la actualidad la curva en dólares (CUD) a 10 años está en 4,76%. En este caso, la TIR esperada estaría apenas por debajo de la curva en dólares, aunque debe tenerse presente que esta última tiene un riesgo menor (riesgo soberano).

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.

4.- Tasación de la Tierra

La última tasación de las tierras y mejoras del fideicomiso se presentó a diciembre de 2023 mostrando en esa oportunidad un incremento del 6,6% respecto del año anterior. La tasación se realizó siguiendo una metodología que considera separadamente el valor de la tierra "desnuda" y le agrega las mejoras en riego, algunas de las cuales se van amortizando.

⁷ El modelo de valoración de activos financieros, denominado en inglés Capital Asset Pricing Model (CAPM) es un modelo utilizado para calcular la rentabilidad que un inversor debe exigir al realizar un inversión en un activo financiero, en función del riesgo que está asumiendo

⁸ Valor proporcionado por Damodaran.

⁹ Refiere a un promedio de 5 años, hoy el riesgo país varía en el entorno de 80 puntos básicos.

¹⁰ Curva Spot de Rendimientos de Títulos Soberanos Uruguayos emitidos en moneda nacional indexada a la inflación o en dólares, según sea el caso

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

Cuadro 11. Tasación de los campos y sus mejoras en riego año 2023 (en dólares)

| Establecimiento | Tierra | | Mejoras en riego | | TOTAL | |
|-----------------|-------------------|---------------------|-------------------|---------------------|-------------------|---------------------|
| | Valor | Variación 2023/2022 | Mejoras en riego | Variación 2023/2022 | VALOR | Variación 2023/2022 |
| Predio 1 | 15.916.000 | 2,8% | 3.838.364 | 11,4% | 19.832.768 | 4,8% |
| Predio 2 | 21.590.400 | 8,3% | 6.007.073 | 6,4% | 27.718.739 | 8,4% |
| Predio 3 | 10.082.655 | 4,8% | 3.841.369 | 9,5% | 13.924.024 | 6,0% |
| Total | 47.589.055 | 5,7% | 13.686.806 | 8,6% | 61.475.531 | 6,6% |

Fuente: CARE en base a informes de Tasaciones

El valor de los campos en conjunto aumentan un 5,7% su valor, mientras que las mejoras lo hacen en un 8,6%; en conjunto, tierras y mejoras aumentan un 6,6% respecto del año anterior. El valor total de ambos componentes es ahora según las tasaciones de casi 61,5 millones de dólares un valor que se encuentra por encima de la emisión.

Como ya fuera comentado, para que se logren las rentabilidades esperadas, los campos con sus mejoras deberán ir valorizándose a mayores tasas en lo que resta de tiempo hasta la finalización del fideicomiso.

Riesgos considerados:

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

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

V. EL ENTORNO

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

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. Por su parte, las crecientes medidas vinculadas con la protección del medio ambiente, también podrían poner en el mediano plazo restricciones al uso de la tierra.

Respecto de los precios de los productos agropecuarios, cabe destacar que los factores que dieron lugar a los máximos que alcanzaron los precios internacionales en 2022 ya no están operando y los valores reales de referencia de los principales productos agrícolas mantendrán probablemente una tendencia a disminuir ligeramente a lo largo de los próximos 10 años. No obstante, crecerán seguramente en valores nominales pero sin compensar totalmente la pérdida del valor de la moneda. Este comportamiento se explica en gran medida como consecuencia de que el crecimiento en la demanda -que seguramente continuará-, en términos generales sería más que compensado con incrementos en la productividad y en menor medida también por la reducción de las pérdidas postcosecha.

El sector productor de alimentos, enfrenta sin embargo un mercado con alta volatilidad, con precios muy dependientes de lo que suceda con la oferta y demanda, con el clima y con la economía mundial. De esta forma cabe esperar en el corto y en el mediano plazo algunos apartamientos de la tendencia histórica. En particular, como se verá, en la actual coyuntura, buena parte de los principales rubros de la producción agropecuaria, particularmente los granos, se encuentran enfrentando un mercado deprimido con precios bajos, como resultado de una elevada oferta mundial.

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.

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

1. Riesgo Económico y de Mercado

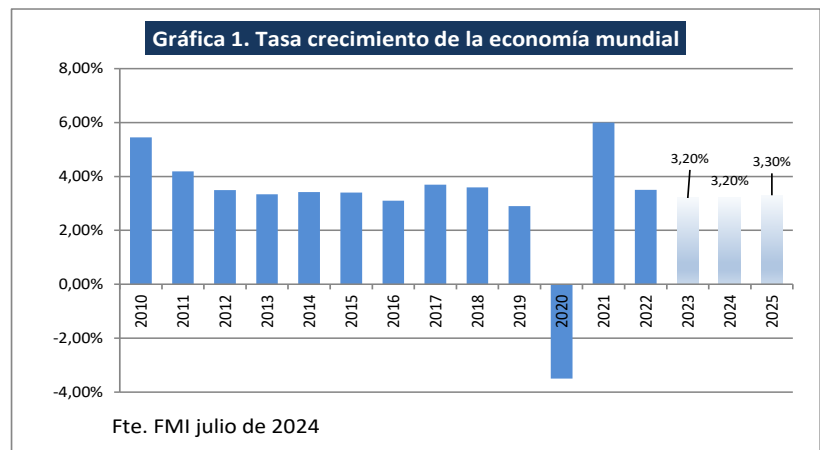
En esta sección, se describen los aspectos salientes de los dos precios que inciden en los retornos de la inversión: el precio de la tierra y el precio de los productos agrícolas.

1.1. Sobre el precio de los productos agrícolas - alimenticios

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

Perspectivas de crecimiento de la economía mundial

El Fondo Monetario Internacional en su último informe de julio de 2024 proyecta que la economía mundial crecerá un 3,2% en 2024 y 3,3% en 2025, manteniéndose sin cambios en términos generales respecto al pronóstico de abril. De esta forma, la proyección de crecimiento mundial sería la menor de las últimas décadas, por debajo del promedio histórico de 3,8% (2000–2019).



Se mantienen los efectos negativos de las elevadas tasas de interés para combatir la inflación -a pesar de que ya han comenzado a ceder-, el repliegue del apoyo fiscal en un entorno de fuerte endeudamiento que frena la actividad económica y el bajo crecimiento de la productividad.

Evolución histórica de los precios

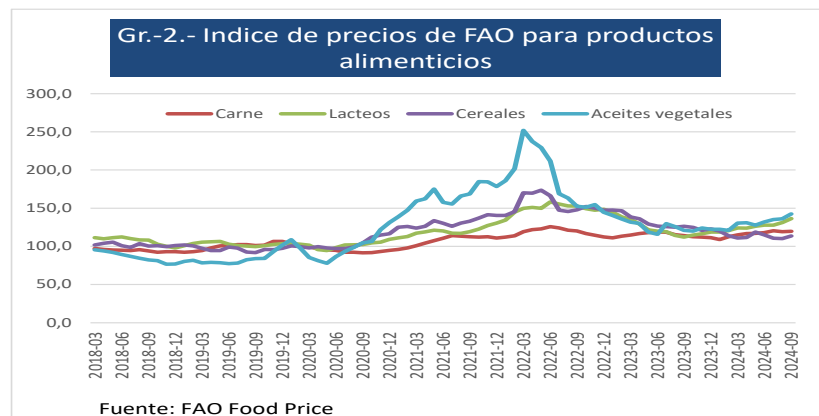
Los precios agrícolas mostraron un fuerte aumento en sus valores a partir de 2005 y hasta el 2013, producto de una serie de factores que contribuyeron a generar un shock de demanda, tales como: el incremento de los ingresos per cápita de China, una mayor apertura y desregulación de los mercados globales, la promoción de los biocombustible, el debilitamiento del dólar, entre otros. Por su parte, la producción mundial respondió rápidamente a los estímulos del mercado alcanzando en el año 2017 los mayores niveles de producción para prácticamente todos los cereales, carnes y lácteos.

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

A partir del segundo semestre de 2020, los valores de los principales productos agrícolas comenzaron a recuperarse hasta alcanzar un nuevo pico de precios sobre mediados del 2022, evidenciándose un nuevo ciclo favorable para la agricultura. Un factor importante detrás de la evolución de los precios durante ese período fue el aumento de las importaciones por parte de China por encima de los niveles de años anteriores, 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 (febrero de 2022), productores clave en el mercado internacional de granos y aceites, en especial de girasol, maíz, trigo y aceite de girasol.

Ya sobre mediados del 2022, una vez que se logran algunos acuerdos que permitieron ir restituyendo el comercio de granos ucranianos a través de los puertos del Mar Negro, los precios que habían aumentado significativamente comenzaron a ceder. La tendencia al ajuste a la baja de los precios de los cereales y los oleaginosos se mantuvo durante todo el año 2023 y en lo que va de 2024, estimándose que probablemente habría alcanzado su piso.

La evolución de los precios de productos alimenticios se puede observar claramente en el siguiente gráfico a través de los índices de precios que elabora mensualmente la FAO.



El índice de precios de los alimentos de la FAO se situó en setiembre de 2024 en 124,4, lo que supone un aumento de un 4,4 % respecto de su nivel de diciembre. El índice se situó un 4,4% por encima de su valor de hace un año y un 22,4% por debajo del nivel récord de marzo de 2022.

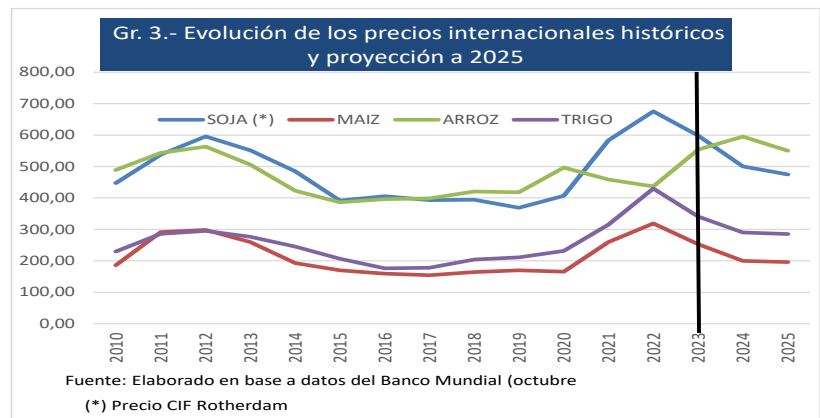
Por su parte, el índice de precios de los cereales de la FAO registró en setiembre de 2024 un promedio de 113,5 puntos, esto un 7,6% menos que en diciembre 2023 y 33,1% menos que el récord histórico (mayo 2022). Los precios mundiales del trigo para la exportación bajaron a principios de 2024, impulsados por la fuerte competencia sostenida entre los países exportadores y la llegada de la cosecha de los países del hemisferio sur. Los precios internacionales del maíz y la soja y también bajaron con la entrada de la cosecha del sur, así como también por la mayor oferta en los EEUU. También bajaron los precios mundiales de la cebada y el sorgo, mientras que el índice de precios de la FAO para todos los tipos de arroz se mantiene firme y viene en aumento.

El índice de precios de la carne de la FAO registró en setiembre un promedio de 119,6 puntos, esto es un 7,4% más que en diciembre 2023, encontrándose un 5,0% por debajo del récord histórico en junio de 2022.

Perspectivas de corto y mediano plazo

En la siguiente gráfica se presenta la evolución de los precios internacionales de los últimos años según el Banco Mundial¹¹ en la que se observa la evolución reciente de precios comentada y una proyección al 2025.

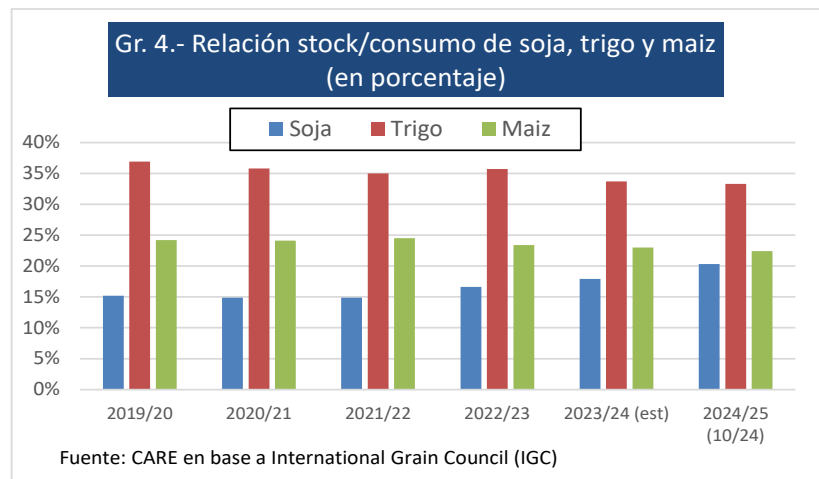
El último informe del Banco Mundial presentado en abril 2024 proyecta que luego de la reducción verificada en los precios internacionales en 2023 respecto de 2022, los precios de la soja, el maíz y el trigo seguirían ajustando a la baja en 2024 y también en 2025, aunque en valores nominales se mantendrían levemente por encima de su promedio anterior a la pandemia (2015-2019). Comportamiento diferente se observa en el arroz que muestra una recuperación respecto de 2022. Por su parte, los precios internacionales de carne vacuna caen en 2023 para luego mantenerse o mostrar leves mejoras.



Del análisis de las existencias de grano a través del ratio stocks/consumo, surge que nos encontramos en una situación estable para el caso del maíz, mientras que habría una leve reducción en el caso del trigo a pesar de que se encuentra en valores relativamente más elevados, y aún está por debajo del período 2017-2019. Para el caso particular de la soja, las existencias medidas a través del ratio stock/consumo vuelven a crecer, siendo este el cuarto año consecutivo que aumenta, lo que estaría explicando reciente reducción en los precios de exportación.

Para el caso del arroz, la relación stock consumo sigue mostrando una continua reducción desde el año 2019, lo que estaría explicando el fortalecimiento de su precio en el mercado mundial.

¹¹. Banco Mundial-Commodity Prices (octubre 2023) y Banco Mundial Commodity Price Data (febrero 2024).



La caída en los precios que se verificó en los primeros meses del 2024 para el caso de la soja, maíz y trigo, se debió en gran medida a un desajuste entre la oferta y la demanda, explicada por una elevada cosecha tanto en el hemisferio norte como en el sur. Los precios deprimidos por su parte estarían contribuyendo a mejorar las ventas, por lo que cabría esperar que los valores comiencen a mejorar hacia finales del año.

Perspectivas de largo plazo

CARE consultó diversas fuentes de información¹², y todas ellas coinciden en que los factores que explicaron la recuperación coyuntural de los valores hasta mediados de 2022, ya no están operando y los precios internacionales reales de los principales productos agrícolas reanudarán previsiblemente su tendencia a disminuir ligeramente a lo largo de los próximos 10 años. En consecuencia, se mantienen las previsiones de largo plazo sin mayores cambios respecto de los informes anteriores, respecto de que el **crecimiento de los precios nominales en el largo plazo, una vez retornados a su nuevo equilibrio, no lograría compensar la devaluación del dólar, cayendo levemente en términos reales.**

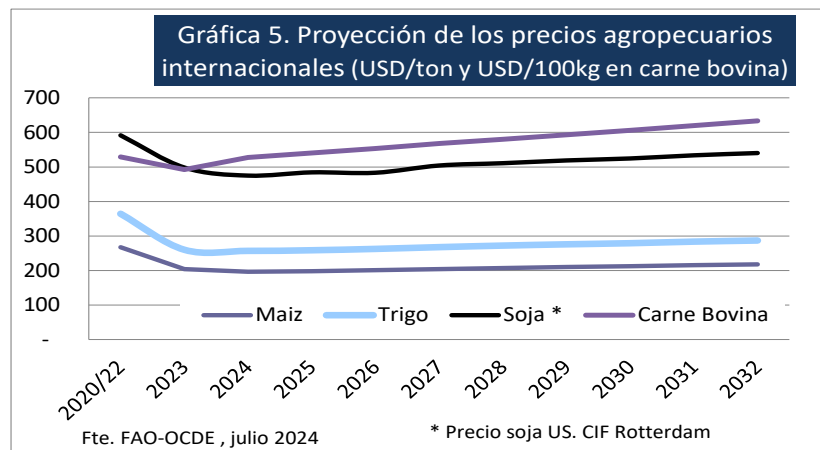
En julio de 2024 se publicaron “Las Perspectivas Agrícolas 2024-2033 de la OCDE y la FAO”, documento que ofrece una evaluación de las perspectivas a diez años para los mercados de productos básicos agrícolas. El informe analiza las tendencias de los factores demográficos y económicos que influyen en la oferta y la demanda de productos agrícolas. Los principales contenidos de este último informe son los siguientes:

- Se prevé que las economías emergentes serán quienes impulsarán la evolución de los mercados agrícolas mundiales durante los próximos 10 años, al igual que lo hicieron en los últimos 20, pero con cambios regionales relacionados con la evolución demográfica y la nueva prosperidad económica.
- Uno de los cambios destacables previsto para el próximo decenio es que la India, Asia sudoriental y el África subsahariana tendrán cada vez mayor importancia, mientras que el papel de China será cada vez menor, como consecuencia de la reducción de su población y el menor ritmo de crecimiento de los ingresos y de la estabilización de las pautas nutricionales.

¹². Perspectivas Agrícolas FAO-OCDE 2024-2033 (julio de 2024); USDA Agricultural Projections to 2033 (febrero 2024); Banco Mundial-Commodity Prices (abril 2024) y FAO-Índice de Precios de los Alimentos.

- Se espera que la ingesta de calorías aumente 7% en los países de ingresos medios, debido en gran medida al mayor consumo de alimentos básicos, productos ganaderos y grasas. La ingesta de calorías en los países de ingresos bajos aumentará 4%, a un ritmo demasiado lento que no permitirá alcanzar el Objetivo de Desarrollo Sostenible de Cero Hambre para 2030 (ODS2).
- Se espera que la intensidad de las emisiones mundiales de gases de efecto invernadero (GEI) disminuya, ya que el crecimiento se basará en la mejora de la productividad más que en la expansión de la tierra cultivada y del número de animales; aun así, las emisiones directas de la agricultura aumentarán 5%.
- Se prevé que durante los próximos 10 años habrá una ligera caída en los precios internacionales de referencia reales de los principales productos básicos agrícolas, pero esto quizá no se refleje en los precios de los alimentos locales al por menor.

En la gráfica se presenta la proyección de los precios internacionales en dólares corrientes realizado por FAO-OCDE en base a los supuestos considerados.



Por su parte, las perspectivas del USDA son un poco más conservadoras que las de FAO-OCDE y describen para el largo plazo un panorama de gran estabilidad en los precios nominales de los productos agropecuarios durante la próxima década, suponiendo entonces una leve caída en términos nominales. En general estiman que los precios seguirían cayendo lentamente hasta 2025 o 2026 y luego se mantendrían sin cambios hasta 2033. Cabe acotar que las proyecciones en el caso de las realizadas por el USDA refieren a los precios domésticos que reciben los productores.

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. Luego se ha procesado un ajuste a la baja a partir de 2023 que culminaría seguramente en este año 2024, para luego comenzar a aumentar ligeramente en términos nominales, mientras que disminuiría en términos reales siguiendo la tendencia a largo plazo de la agricultura.

FAO-OCDE y USDA proyectan precios a 2033 y según estas fuentes al final del período los valores estarían en niveles por debajo de los récords de 2022 y también del promedio de 2023, con excepción de la carne bovina y el arroz.

En el siguiente cuadro se presenta cual sería la evolución esperada en los precios según estas fuentes consultadas, partiendo de los niveles actuales (fines de 2023 y comienzos de 2024).

Cuadro 12. Tasa de evolución de los precios proyectadas para los próximos años (2024-2033)

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

Fuente: CARE en base a USDA y FAO-OCDE

Nota: Incremento acumulativo anual

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

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

1.2. Sobre el precio de la tierra

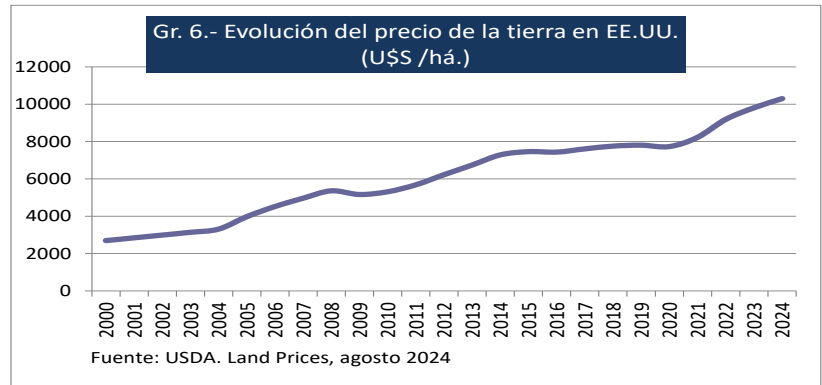
Las perspectivas de demanda internacional por tierra siguen siendo alentadoras y ubicarían los precios en niveles crecientes para el corto y mediano plazo. Esto es consecuencia de las dificultades que existen para la expansión de la frontera agrícola, sumado a la necesidad de un uso racional y sostenible del recurso suelo. Esto no implica que puedan existir variaciones de corto plazo que la aparten de esa tendencia, como consecuencia de la evolución de diversas variables que puedan afectar los precios nominales de la tierra, tales como, 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, en la crisis financiera de Lehman Brothers y en el pandemia del Covid 19. En todos los casos las reducciones de precios fueron muy moderadas se revirtieron en pocos años.

Durante el período 2000-2024, el incremento acumulativo anual del precio de la tierra en EEUU en dólares corrientes fue de un 5,75% anual, valor superior al de la inflación de la moneda norteamericana (2,54%), lo que determina un incremento real anual del 3,14% en los últimos 24 años.

El precio de la tierra (promedio) se había mantenido relativamente estable entre 2017 y 2020, con aumentos mínimos en el entorno a la inflación del dólar, pero en los últimos 4 años los valores se recuperan fuertemente mejorando en términos reales, y también acompañando la mayor inflación. Entre 2020 y 2024 el valor de la hectárea promedio lleva acumulado un aumento de un 33,2%; si se analizan por separado las tierras agrícolas de las ganaderas, las primeras tuvieron entre 2021 y 2024 un aumento del 37,2% mientras que las segundas un 30,7%.



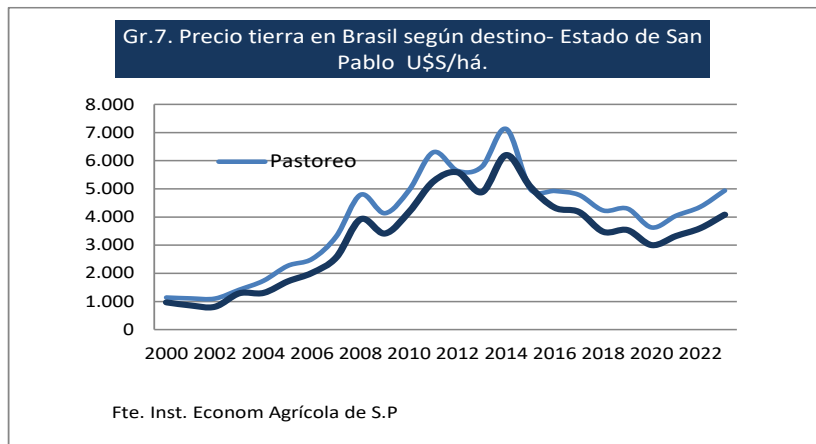
El USDA, reporta también el comportamiento de los precios de las tierras irrigadas y sin riego. Para el caso concreto de las tierras del “Corn Belt” (Missouri), el USDA en su reporte de agosto de 2024, muestra que los precios de las tierras irrigadas se ubican en promedio un 29% por encima de las no irrigadas. En zonas más secas, como por ejemplo en California, las tierras irrigadas valen un 160% más que las que no se riegan.

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

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | Variación 2024/23 |
|-------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|-------------------|
| Regada | 11.713 | 12.059 | 13.591 | 14.184 | 14.826 | 4,5% |
| No regada | 8.476 | 9.291 | 10.576 | 11.392 | 11.861 | 4,1% |
| Variación en porcentaje | 38% | 30% | 29% | 25% | 25% | |

Fuente: elaborado en base a datos de USDA, Land Prices, Agosto 2024

El comportamiento del precio de la tierra en Brasil, está afectado por el efecto del tipo de cambio, en la medida que en ese país la cotización del recurso se realiza en su moneda (reales). Por ello, las fluctuaciones pueden ser amplificadas por este efecto. El precio en dólares muestra un crecimiento sostenido hasta el año 2014 para luego comenzar a caer hasta 2020, en un comportamiento similar al ocurrido en Uruguay. A partir de 2020 comienza a recuperarse en forma importante (12% en 2021, 8% en 2022 y 13% en 2023), pero aún se mantiene muy por debajo de los valores máximos. El aumento de precios del año 2023 en dólares se explica en parte por el incremento del precio en la moneda local y también por un fortalecimiento del real frente respecto del dólar.



La particular situación de Argentina hace imposible disponer de una serie de precios actualizada y confiable de la tierra. La alta volatilidad de las políticas, las elevadas detracciones a las producciones agrícolas, los desajustes macroeconómicos y las restricciones al manejo de las divisas, generaron distorsiones en los valores que nada tienen que ver con la tendencia que deberían tener los precios de los campos. Los cambios que se están realizando en la política económica probablemente permitan en el mediano plazo retomar las series.

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

La Cámara Argentina de Inmobiliarias Rurales (CAIR), institución que analiza la evolución de ese mercado, estima que la actividad se viene recuperando lentamente en este año 2024 luego del cambio de administración. El índice de actividad que estima la Cámara¹³, se ubicaba en julio de 2024 en 45,55 puntos frente a los 21,52 puntos que había cerrado en diciembre de 2023, Según informa la Cámara, el mercado está demandando campos agrícolas buenos a muy buenos, aunque se mantiene muy poca oferta por el momento.

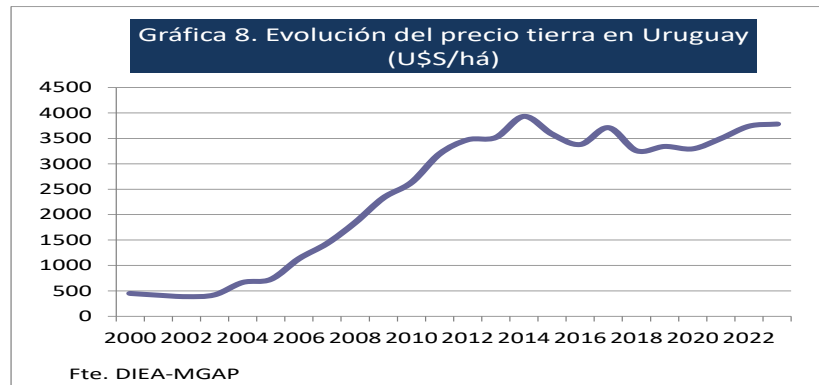
En el caso de Uruguay, la información reportada por DIEA-MGAP para el promedio de las transacciones de tierras muestra que se verificó una muy fuerte valorización de los campos a partir de 2004 y hasta el 2014. A partir de 2015 comenzó un ajuste a la baja pero con un comportamiento un tanto errático,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

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

¹³ El "Índice de actividad del mercado inmobiliario rural" (InCAIR) es un índice mensual que refleja la "actividad" del mercado. Se toma como base de referencia máxima 100 puntos, correspondientes al pico de máxima actividad histórica. No refleja precios/valores, solo actividad de mercado. Se comenzó a medir a partir del mes de noviembre del 2013.

a caer en forma significativa por lo que la localización y/o la calidad de los suelos vuelve tener importancia al momento de la definición del precio medio.

Estos últimos aumentos en los valores de la tierra se podrían explicar en parte como consecuencia del repunte de los precios internacionales en los años 2021 y 2022, por el fortalecimiento del peso uruguayo con respecto al dólar, moneda con la que se realizan las transacciones de campos, así como también por la alta inflación internacional.



Existen otras fuentes de información realizadas por consultoras y operadores del mercado¹⁴, que utilizando diferentes criterios de tasación estiman valores de campos de características similares y teniendo en cuenta los diferentes destinos productivos. Las metodologías más utilizadas son: la comparación de ventas reales de campos similares y la valuación según las rentas esperadas. En general el valor de mercado surge de la integración de ambas metodologías. Del estudio de varias tasaciones de campos a las cuales CARE tuvo acceso, los resultados obtenidos están alineados con la información suministrada por DIEA.

Existe una proporcionalidad comprobada¹⁵ entre el índice de CONEAT y el precio con valores de campo con CONEAT por encima de 100, pero cuando los índices están por debajo de 100, los precios también caen pero no exactamente en la misma proporción que cuando están por encima de 100. Esto básicamente se explica porque muchos de los campos por debajo de 100 son demandados para producciones diferentes a la carne y a la lana (arroz, forestación), rubros considerados para determinar el valor del índice.

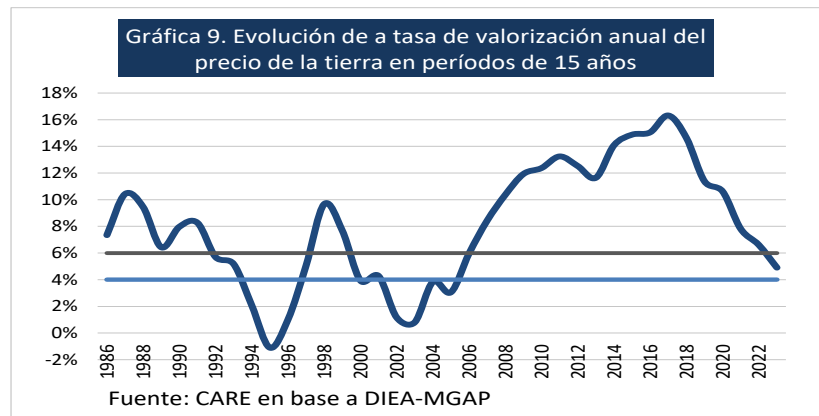
La valorización del precio de la tierra es un componente muy importante de ingreso final del fideicomiso (75%) por lo que lo que finalmente ocurra con su comportamiento tendrá una contribución sustancial con el retorno final de la inversión. El modelo financiero supuso una valorización acumulativa anual de un 5,5% (en dólares corrientes) durante 15 años, por lo que resulta importante conocer que ha sucedido en el pasado como forma de tener una cierta aproximación con lo que pueda ocurrir en el futuro.

¹⁴. SERAGRO, Agroclaro, Consur y operadores privados

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

Para ello CARE analizó con la información de los precios de la tierra (en dólares corrientes) de una serie de más de 50 años (1970 a 2023) la variación anual en períodos de 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 8,0%.
- No obstante, en la serie aparecen 8 años en donde el aumento acumulativo anual en periodos de 15 años es menor al 4%, valor sobre el que CARE recalculó la TIR. La última vez que esto ocurrió fue en el año 2005 para campos que habían sido comprados en el año 1990. Es importante destacar, que el Contrato de Fideicomiso considera la posibilidad de extender el plazo por hasta tres años más, pudiéndose evitar de esta forma que se deba vender en una coyuntura desfavorable.



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

CARE entiende que si bien cabe esperar para el mediano y largo plazo aumentos sostenidos en los precios de la tierra, éstos no serían de similar magnitud que en el pasado. Muy probablemente los aumentos de precios compensarán la inflación de largo plazo Estados Unidos¹⁶, más un pequeño componente por incremento de la productividad de la tierra, de esta forma se deberían ubicar entre el 3 y 4% anual. Para este caso en particular la realización de las represas y las inversiones en infraestructura de riego podrían mejorar ese porcentaje. Esto no implica que puedan existir períodos de mayores o menores tasas anuales de crecimiento.

2.- Las políticas públicas, el riesgo político

El riesgo de políticas públicas refiere a la amenaza, de parte del Estado, de actuar contra las modalidades de propiedad y explotación que propone el fideicomiso. En este sentido, no surgen elementos que puedan hacer suponer que el gobierno actual pueda tomar medidas de política que atenten contra este tipo de emprendimiento.

Riesgo de Entorno: *En conclusión, el riesgo de entorno tanto en lo que refiere a los mercados como a las políticas públicas se considera bajo.*

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

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. uy¹⁷ de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrián Tamber

¹⁷. **BBB. uy.** Se trata de instrumentos que presentan un riesgo medio bajo para la inversión, ya que evidencian un desempeño aceptable y suficiente capacidad de pago en los términos pactados. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, y las características del entorno, dan en conjunto moderada satisfacción a los análisis practicados, sin perjuicio de alguna debilidad en cualquiera de las cuatro áreas de riesgo. Podría incrementarse el riesgo del instrumento ante eventuales cambios previsibles en los activos o sus flujos, en los sectores económicos involucrados, o en la economía en su conjunto. La probabilidad de cambios desfavorables previsibles en el entorno es de baja a media baja, y compatible con la capacidad de la administradora de manejarlos aunque incrementando el riesgo algo más que en las categorías anteriores. **Grado de Inversión mínimo.**