

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

*Montevideo, octubre de 2017*

4	RESUMEN GENERAL
6	I ANTECEDENTES
9	II EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACION
11	III LA ADMINISTRACION
16	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS
24	V EL ENTORNO
33	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

---

**Denominación: Actualización de la Emisión de CPs del Fideicomiso Financiero Campos Sustentables Calificación Oferta Pública  
02 de octubre de 2017**

<b>Fiduciario:</b>	Trust Administradora de Fondos de Inversión S.A.
<b>Agente de Registro y Pago:</b>	Trust Administradora de Fondos de Inversión S.A.
<b>Entidad Representante:</b>	Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A.
<b>Títulos emitidos:</b>	Certificados de participación
<b>Moneda:</b>	Dólares americanos
<b>Importe de la emisión:</b>	USD 50.000.000 (cincuenta millones de dólares).
<b>Plazo:</b>	12 años (extensible a 15)
<b>Fecha de emisión:</b>	18 de setiembre de 2015
<b>Vigencia Calificación:</b>	abril de 2018
<b>Administrador:</b>	OKARA Ltda.
<b>Distribuciones: Anuales,</b>	A los 10 días Hábiles Bancarios contados desde la Fecha de Cierre de los Estados Contables Anuales, siempre que existan Fondos Netos Distribuibles.
<b>Activos del Fideicomiso:</b>	Inmuebles rurales, contratos de arrendamiento, entre otros.
<b>Estructura:</b>	Bado, Kuster, Zerbino & Rachetti (asesor legal)
<b>Calificación de Riesgo:</b>	BBB (uy)
<b>Manual:</b>	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros.

## Resumen General

CARE ha actualizado la calificación de los certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero Campos Sustentables, 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, tal como se analizó en la calificación original, ofrece las garantías necesarias según se aprecia en el informe mencionado en la calificación<sup>1</sup>.
- 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 de la empresa administradora del proyecto – Okara Limitada –, y de las que se vincula, se mantiene bajo los estándares de eficiencia evaluados en la calificación original. Más aún; el desempeño del fideicomiso, en este segundo año, es elocuente al respecto.
- Se trata de un negocio que desde el punto de vista económico financiero para el inversor soporta los stressess ajenos al negocio a los que razonablemente la emisora y la calificadora han sometido el proyecto oportunamente. En esta ocasión la calificadora reitera nuevamente su conclusión luego de realizar nuevos cálculos de las tasas de descuento en base al WACC<sup>2</sup>.
- Si bien, los indicadores de desempeño mínimo definidos para la emisión<sup>3</sup>, suponían alcanzar objetivos al tercer año, en el transcurso del segundo año se ha completado el proceso de compra, y se han superado las exigencias en cuanto al porcentaje arrendado.
- Al momento de realizar este informe, se ha adquirido la totalidad de la superficie prevista superando en 2.5% la previsión inicial, a un precio 2% inferior al presupuestado, y ya se ha arrendado el 90% del área comprada. Se debe destacar que la última adquisición se concreta en coincidencia con la redacción de este informe, y refiere a un predio de 955 has (ver Sección IV).
- Los precios de los arrendamientos son hasta ahora, un 16.4% menor al estimado en el proyecto. Esto afecta marginalmente la TIR dada la participación menor de los arrendamientos en los ingresos; por otra parte cuando ha sido posible se han preferido contratos de corto plazo a la espera de mejoras en los valores.
- El mercado de tierra agrícola como el de los commodities alimenticios, si bien está afectado por coyunturas de oferta y demanda de corto plazo así como de decisiones de política pública monetarias globales, en el largo plazo presenta tendencias robustas de incremento de la demanda. CARE actualizó en febrero de 2017, el informe sectorial sobre precio de la tierra<sup>4</sup>. Del mismo y de las novedades que se han registrado desde ese momento, se extraen sus principales conclusiones en la Sección V de este informe.

<sup>1</sup>. Véase [www.care.com.uy](http://www.care.com.uy)

<sup>2</sup>. Weighted average cost of capital

<sup>3</sup>. Cláusula 12.5 del contrato de Fideicomiso

<sup>4</sup> Puede solicitarse el mismo en care@care.com.uy

# CARE

---

## CALIFICADORA DE RIESGO

- No se advierten amenazas en lo que respecta a las políticas públicas. Las modificaciones en las políticas tributarias no afectarían significativamente el resultado del negocio.

## I. ANTECEDENTES

### 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 Campos Sustentables”.

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 que consiste en esencia en identificar, adquirir y arrendar inmuebles rurales subutilizados pero con alto potencial productivo y valorización en el mediano y largo plazo, mediante la aplicación de un plan de desarrollo tecnológico según las particularidades de cada inmueble, que su administración está mandatada a realizar. Admitido el rango de TIRs derivado de múltiples simulaciones razonables para el proyecto en esta primera calificación, las futuras no se vincularán 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 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 sigue entre otros criterios el cumplimiento del proyecto y el alcance de una rentabilidad mínima que se juzgue aceptable en ocasión de cada recalificación. Los primeros movimientos verificados en el desarrollo del fideicomiso, permiten ratificar el juicio emitido oportunamente.

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 los Ings. Julio Preve y el Cr. Martín Durán Martínez. El Ing Juan Peyrou ha vuelto a ser consultado por el comité sobre aspectos de la calificación original y el seguimiento de los mercados de referencia. El análisis de las contingencias jurídicas fue realizado en su momento, por el Dr. Leandro Rama Sienra, cuyo informe se puede consultar en [www.care.com.uy](http://www.care.com.uy).

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

consideran hechos relevantes: (a) la compra de los inmuebles rurales para explotación agraria por un equivalente al setenta y cinco (75%) del monto total de la Emisión al término del tercer año de vigencia del Fideicomiso y (b) arrendar el 50% de los inmuebles rurales para explotación agraria, al término del tercer año de vigencia del Fideicomiso. Estos compromisos ya se han cumplido (Cláusula 12.5 del Contrato de Fideicomiso).

## **2. Objeto de la actualización de la calificación, información analizada**

El objeto de la actualización de la calificación, supone un ejercicio prospectivo por el cual se confiere una nota que califica el desempeño esperado del fideicomiso, conforme al proyecto de ejecución del negocio forestal e inmobiliario que su administración está mandatada a realizar. Como fue mencionado en la calificación, 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.

La información analizada en esta ocasión fue la siguiente <sup>5</sup>:

- Informe del operador, 2º trimestre de 2017
- Informe de seguimiento del establecimiento El Escondido, julio de 2017
- Informe de seguimiento del establecimiento El Repecho, julio de 2017
- Informe de seguimiento del establecimiento La Rinconada, julio de 2017
- Informe de seguimiento del establecimiento El Milagro, julio de 2017
- Informe de inversión del establecimiento Santa Rufina de abril de 2017
- Informe de tasación del establecimiento Santa Rufina de Valora de mayo de 2017
- Informe de tasación del establecimiento Santa Rufina de La Consignataria de abril de 2017
- Entrevistas con el cuerpo técnico de Okara Limitada.
- Estados Contables del Fiduciario al 30 de junio de 2017
- Estados Contables del Fideicomiso al 30 de junio de 2017

## **3. Antecedentes generales y hechos significativos del semestre**

- El objetivo inicial fue adquirir 11.563 has, desarrollar la "ambientación" agronómica, arrendarla para su explotación por terceros y luego venderla. Ya se han comprado 11.863 has.
- El proceso de compra y arrendamientos fue llevado adelante según el siguiente detalle:

<sup>5</sup>. CARE debe recibir aun, informes de auditoría independiente.

**Cuadro 1. Cronología de compras y arrendamientos**

Fecha	Establecimiento	Operación	Area (has)
06/06/2016	La Rinconada	Compra	6.939
17/08/2016	La Rinconada	Arrendamiento	719
27/09/2016	El Escondido	Compra	728
	El Milagro	Compra	1249
	El Repecho	Compra	1992
	El Milagro	Arrendamiento	1249
30/09/2016	El Escondido	Arrendamiento	728
	El Repecho	Arrendamiento	1992
12/10/2016	La Rinconada S	Arrendamiento	2.669
02/06/2017	Santa Rufina	Compra	955
Fte, Operador			

- El 2 de Junio de 2017 el FFCS firma un Boleto de Reserva de Compraventa con la empresa PONDESUR SOCIEDAD ANONIMA por la compra del inmuebles "Santa Rufina (955,0377 has – Depto. De Flores, cuarta localidad catastral)", con todas sus construcciones y demás mejoras. Las Partes acordaron un plazo que venció el 31 de Agosto para resolver el due diligence técnico de la operación, requerimiento necesario para resolver la celebración de la escritura correspondiente.
- El 29 de Junio de 2017 se firmó el arrendamiento del campo "El Milagro" de 1.249 hectáreas.
- Está pendiente la firma del arrendamiento de los lotes El Puesto y El Cementerio que comprenden 154,56 hectáreas pertenecientes al campo "La Rinconada".
- El 07 de Julio de 2017, TRUST como fiduciario del FFCS, instruyó que se diera por finalizado el proceso de compra de campos del FFCS porque, al resolverse la compra del campo Santa Rufina, ya estará aplicado el 100% de los recursos a invertir por el fideicomiso. TRUST informará próximamente detalle de la aplicación de los recursos invertidos.
- Se encuentran arrendadas 10.617 has, que representan el 89.4% del total comprado.
- En todos los campos –a excepción de Santa Rufina, de reciente adquisición- se ha completado el proceso llamado de ambientación, en el que a partir de información cartográfica, satelital y otras, se va a posibilitar a largo plazo una mejor gestión de esos establecimientos. En el primer informe del operador se encuentra una descripción del proceso seguido, necesario para poner en práctica la tecnología de "agricultura por ambientes".
- OKARA continúa con el proceso de selección de arrendatarios, visitas a los campos y negociación de condiciones comerciales.
- El Comité de Vigilancia no plantea objeciones o cuestionamientos a lo ha actuado y ha destacado la calidad de la gobernanza del proyecto.

## II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

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

### 1. Descripción general

**Denominación:** Fideicomiso Financiero Campos Sustentables

**Fiduciario:** TRUST Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A.

**Administrador:** Okara Limitada.

**Agente de Registro y Pago:** TRUST Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A.

**Entidad Representante:** Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay.

**Cotización bursátil:** Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay.

**Organizador:** Bado, Kuster, Zerbino & Rachetti (asesor legal)

**Asesor Fiscal:** Echevarría Petit & Asociados

**Títulos emitidos:** Certificados de participación

**Activos del Fideicomiso:** Inmuebles rurales, contratos de arrendamientos, entre otros.

**Moneda:** Dólares

**Importe de la Emisión:** USD 50.000.000

**Plazo:** 12 años.

**Distribuciones:** Anuales, a los 10 días hábiles bancarios contados desde la fecha de cierre de los estados contables anuales, siempre que existan fondos netos distribuibles.

**Calificación de Riesgo:** BBB (uy)

## **2. El análisis jurídico**

El análisis jurídico se agregó en el Anexo I (Informe de Contingencias Jurídicas, de la calificación original, véase en [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 conclusión y contemplando todos los aspectos involucrados, el negocio fiduciario cuenta con un razonable grado de cobertura, no advirtiendo riesgos sustanciales asociados a contingencias jurídicas en el proceso de emisión.”*

## **3. Riesgos considerados**

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

**Riesgo por liquidez.** 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, puede llevar un tiempo difícil de determinar y en algunos casos podría ocasionar una pérdida de parte del capital invertido. *El riesgo es medio.*

### III. LA ADMINISTRACIÓN

Las características de la emisión hacen necesario analizar dos empresas administradoras: TRUST Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A. (TRUST) en su condición de emisora y fiduciaria del fideicomiso financiero así como Agente de Pago y Entidad Registrante y por otro lado OKARA SRL en su doble condición de Administrador Profesional del patrimonio fiduciario y Fideicomitente por el 1% de la emisión. Se trata de evaluar la capacidad de gestionar, de administrar un patrimonio, para lograr el cumplimiento de las obligaciones 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.

La fiduciaria es TRUST Administradora de Fondos de Inversión S.A. (TRUST AFISA); se trata de una sociedad anónima cerrada, con acciones nominativas. Su domicilio es Rincón 487, Oficina 305, Montevideo. Tiene por objeto exclusivo la administración de fondos de inversión de conformidad con lo dispuesto por la Ley No. 16.774 de 27 de setiembre de 1996 y demás normas reglamentarias, modificativas y complementarias, pudiendo ser fiduciaria en fideicomisos financieros de acuerdo con el Artículo 26 de la Ley No. 17.703. Como tal, se encuentra regulada y supervisada por el Banco Central del Uruguay (BCU).

TRUST AFISA ha sido autorizada a operar como administradora de fondos de inversión por comunicación del BCU No 2011/180 del 5 de octubre de 2011. Cuenta con un capital autorizado de \$ 20.000.000 de los cuales se han integrado \$ 6.220.000.

Son accionistas de la firma: Gustavo Licandro Bosc (15%); Federico Alberto Huergo (32.50%); Mariano Bunge Guerrico (18%); Gonzalo Rafael Alonso (11%); Horacio Julio Bonavia (13.50%); Hugo E. Bunge Guerrico (5%) y Ramón Santamaría (5%). Los tres primeros, además, integran el Directorio de la sociedad. La Administración está a cargo de Mariano Bunge, como Oficial de Cumplimiento e Inés Díaz Rial de Licandro como Contador General. Realiza la Auditoría Externa, el Estudio Echeverría Petit & Asociados.

A continuación se exponen en los cuadros siguientes su Estado de Situación Patrimonial y de Resultados al 30 de junio de 2017 y su comparativo con el período anterior

**Cuadro 2: Estado de Situación de TRUST (miles de \$)**

Concepto	30/6/17	31/12/16	31/12/15
<b>Activo</b>	<b>29.144</b>	<b>29.365</b>	<b>29.568</b>
Activo Corriente	1.440	1.862	2.102
Activo no Corriente	27.703	27.503	27.466
<b>Pasivo</b>	<b>19.058</b>	<b>19.421</b>	<b>21.054</b>
Pasivo Corriente	1.020	848	333
Pasivo no Corriente	18.037	18.572	20.721
<b>Patrimonio</b>	<b>10.087</b>	<b>9.945</b>	<b>8.514</b>
<b>Pasivo y Patrimonio</b>	<b>29.144</b>	<b>29.365</b>	<b>29.568</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>1,41</b>	<b>2,20</b>	<b>6,31</b>

Fuente: EE.CC TRUST

<b>Cuadro 3: Estado de Resultados de TRUST (miles de \$)</b>			
<b>Concepto</b>	<b>30/6/17</b>	<b>30/6/16</b>	<b>31/12/16</b>
Ingresos Operativos Netos	2.605	2.891	5.249
Ingresos Diversos	70	78	78
Ingresos Financieros	1.860	850	5.927
<b>Total Ganancias</b>	<b>4.535</b>	<b>3.819</b>	<b>11.253</b>
Gastos de Administración	(1.820)	(852)	(4.407)
Gastos financieros	(1.012)	(500)	(5.385)
<b>Total Egresos</b>	<b>(2.832)</b>	<b>(1.352)</b>	<b>(9.792)</b>
<b>Resultado del Ejercicio</b>	<b>1.703</b>	<b>2.467</b>	<b>1.462</b>
Ajuste integral (ejercicio anterior)	(1.561)	(31)	(31)
<b>Resultado Integral del Período</b>	<b>142</b>	<b>2.436</b>	<b>1.431</b>

Fuente: EE.CC TRUST

La información del cuadro precedente (resultados) al 30 de junio de 2017 y 2016, refiere a períodos de seis meses.

TRUST AFISA comenzó a operar efectivamente como fiduciaria a partir del ejercicio 2013 administrando el fideicomiso financiero "Torres Nuevocentro"; en la actualidad administra, además, el fideicomiso financiero "Campos Sustentables" y el fideicomiso de administración "Inversora Rincón Trust".

. En consecuencia su idoneidad para administrar esta operación no ofrece reparos.

## 2. OKARA SRL

Sigue siendo OKARA LIMITADA el Administrador Profesional tal como se define en los contratos respectivos. Esta firma tiene domicilio en Justo Pastor Sotura 1268, de la ciudad de Dolores, tercera sección judicial de Soriano. Correo electrónico: leonardocristalli@okara.com.uy

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 la información siguiente: información proporcionada por la firma a través del Prospecto informativo, de sus EE.CC y a través de entrevistas con directivos de la empresa; administradores de campos; verificaciones de reputación mediante entrevistas a informantes calificados incluyendo visitas del Comité de Calificación de CARE a distintos establecimientos administrados por el equipo técnico de OKARA tal cual se daba cuenta en ocasión de la calificación original.

Desde que se hiciera dicha evaluación no se han registrado novedades que hagan cambiar el juicio de CARE respecto a la idoneidad de la firma para llevar adelante este emprendimiento por lo que se considera que no es necesario reiterarla acá. Por otra parte, el desempeño registrado hasta el momento, según se da cuenta en otra sección de este informe, avala el juicio emitido oportunamente acerca de su capacidad para ejecutar el plan de negocios.

Por lo expuesto y salvo que surjan novedades que ameriten lo contrario, en esta sección se hará solamente un seguimiento de su situación económica financiera.

### Situación económico financiera

Como ya se ha referido, OKARA es una empresa de servicios. Su actividad principal está definida como la prestación de servicios de gestión tecnológica en la agricultura que básicamente se enfoca en planificación y control de gestión de la producción agrícola, aplicando tecnología y conocimiento para que los clientes, grandes propietarios y fondos de inversión, logren liderazgo en su negocio.

Cierra ejercicio el 31 de diciembre. De acuerdo a los EE.CC de los tres últimos ejercicios proporcionados por la firma (con informe de compilación) su situación patrimonial y los resultados obtenidos se resumen en los cuadros siguientes.

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

Concepto	31/12/16	31/12/15	31/12/14
<b>Activo</b>	<b>18.354</b>	<b>20.049</b>	<b>1.864</b>
Activo Corriente	410	1.254	442
Activo no Corriente	17.944	18.795	1.422
<b>Pasivo</b>	<b>17.345</b>	<b>19.222</b>	<b>1.169</b>
Pasivo Corriente	237	206	209
Pasivo no Corriente	17.108	19.016	960
<b>Patrimonio</b>	<b>1.008</b>	<b>827</b>	<b>695</b>
<b>Pasivo y Patrimonio</b>	<b>18.354</b>	<b>20.049</b>	<b>1.864</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>1,73</b>	<b>6,09</b>	<b>2,11</b>

Fuente: EE.CC OKARA srl

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

Concepto	31/12/16	31/12/15	31/12/14
Ingresos Operativos	8.034	9.396	7.616
Egresos Operativos	(6.652)	(8.471)	(7.109)
<b>Resultado Bruto</b>	<b>1.382</b>	<b>925</b>	<b>507</b>
Resultados Diversos	(989)	(292)	(70)
Resultados Financieros	(143)	(460)	212
<b>Resultados antes de IRAE</b>	<b>250</b>	<b>172</b>	<b>650</b>
IRAE	(69)	(40)	(176)
<b>Resultados del Ejercicio</b>	<b>182</b>	<b>132</b>	<b>474</b>

Fuente: EE.CC OKARA srl

Se puede observar que la firma disminuye, en el último ejercicio, sus ingresos operativos. No obstante lo cual mejora sus resultados finales y en consecuencia, su patrimonio crece un 22 % respecto al año anterior

Se concluye entonces que la idoneidad comprobada del Administrador, los protocolos de actuación y los controles internos a los que estará sometida así como su solvencia económico financiera dan garantía suficiente de cumplimiento del plan de negocio.

### 3. El Fideicomiso

Luego de la autorización del BCU mediante la inscripción de los certificados de participación escriturales, se realizó en BEVSA la emisión de oferta pública de dichos valores el 18 de setiembre de 2015 por el valor correspondiente de USD 50 millones.

# CARE

## CALIFICADORA DE RIESGO

Si bien originalmente estaba prevista una integración diferida de la emisión en tres etapas, por Asamblea de fecha 25/11/2015, los Titulares de Certificados de Participación del Fideicomiso Financiero Campos Sustentables resolvieron modificar el cronograma de integración de los Certificados de Participación, de acuerdo a lo previsto en la cláusula 3.3.4 del Contrato de Fideicomiso, adelantando la Segunda y Tercera Integración al día 29/12/2015.

En consecuencia, el 100% de la integración se hizo durante el primer ejercicio según el siguiente cronograma: el 18/9, USD 17 millones; el 29/12, USD 0.33 millones y el 30/12, USD 32.670 millones completando así los USD 50 millones.

En los cuadros siguientes se da cuenta del estado de situación patrimonial y de resultados intermedios del fideicomiso, al 30 de junio de 2017.

<b>Cuadro 6: Estado de Situación Fideicomiso (millones de \$)</b>			
<b>Concepto</b>	<b>30/6/17</b>	<b>31/12/16</b>	<b>31/12/15</b>
<b>Activo</b>	<b>1.428</b>	<b>1.424</b>	<b>1.493</b>
Activo Corriente	263	257	1.491
Activo no Corriente	1.165	1.167	2
<b>Pasivo</b>	<b>9</b>	<b>7</b>	<b>4</b>
Pasivo Corriente	9	7	4
Pasivo no Corriente			
<b>Patrimonio</b>	<b>1.419</b>	<b>1.418</b>	<b>1.489</b>
<b>Pasivo y Patrimonio</b>	<b>1.428</b>	<b>1.424</b>	<b>1.493</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>29,22</b>	<b>36,71</b>	<b>372,75</b>

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Si bien la moneda funcional del fideicomiso es el dólar americano, los estados contables se presentan en moneda nacional de acuerdo a la normativa uruguaya. El tipo de cambio vigente a la fecha de cierre fue de \$ 28,495 por lo que si se convierte el monto de patrimonio contable a esa fecha da un monto de USD 49.8 millones, cifra algo menor al monto emitido.

Como se da cuenta en otra sección de este informe, el período de inversión ya se dio por concluido habiéndose adquirido incluso algo más del área proyectada producto de haber adquirido campos a un costo promedio por hectárea algo menor a lo esperado. Al cierre de junio se da cuenta de un boleto de reserva por la adquisición del último campo lo que se confirmó sobre fines de agosto.

<b>Cuadro 7: Estado de Resultados Fideicomiso (miles \$)</b>			
<b>Concepto</b>	<b>30/6/17</b>	<b>30/6/16</b>	<b>31/12/16</b>
<b>Ganancias</b>	<b>17.505</b>	<b>3.029</b>	<b>16.630</b>
Ingresos Operativos	17.363	-	7.309
Resultados Diversos			5.704
Resultados Financieros	142	3.029	3.617
<b>Pérdidas</b>	<b>(16.207)</b>	<b>(11.356)</b>	<b>(10.889)</b>
Gastos directos de prestación	(2.981)		
Gastos de administración	(6.212)	(7.466)	(6.964)
Gastos generales	(6.870)	(3.740)	(3.837)
Gastos Financieros	(144)	(150)	(88)
<b>Resultado del Ejercicio</b>	<b>1.299</b>	<b>(8.327)</b>	<b>5.741</b>
Ajustes Integrales	-	(11)	16.540
<b>Resultado Integral del Ejercicio</b>	<b>1.299</b>	<b>(8.338)</b>	<b>22.281</b>

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Lo mencionado explica los ingresos operativos que se pueden observar en el cuadro precedente; a la fecha de esta actualización se encuentran arrendados casi el 90 % de los campos adquiridos, pero este proceso comienza en el segundo semestre de 2016 lo que explica que en el comparativo de ingresos por arrendamiento del cuadro precedente, referido al primer semestre de cada ejercicio, se registre un monto importante por ese concepto en el primer semestre del corriente año y nada en el mismo período del año anterior.

En definitiva se ratifica el buen desempeño que viene mostrando el administrador en la concreción del plan de negocios habiendo alcanzado y superado antes del tiempo supuesto los requisitos mínimos de desempeño. Esto resulta confirmatorio del juicio emitido por CARE en cuanto a su idoneidad.

#### **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 TRUST AFISA y OKARA SRL. En virtud de todos los análisis practicados incluso *in situ*; teniendo presente su reputación en el medio en el que actúa; considerando su experiencia previa; considerando su compromiso con el proyecto; teniendo presente el seguimiento que realizan tanto el Fiduciario como el Comité de Vigilancia, con amplias atribuciones y el sometimiento a protocolos de actuación; dado el cumplimiento satisfactorio del plan de negocios en el tiempo transcurrido, 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 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 operador**, se encuentra también previsto en función de diversas contingencias.

## IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

### 1. Bienes fideicomitidos y aspectos descriptivos del proyecto

Según el contrato de Fideicomiso Financiero y el resumen recogido en el prospecto de emisión, el objeto principal del “Fideicomiso Financiero Campos Sustentables” es la obtención de financiación por medio de Oferta Pública de Certificados de Participación, con el fin de destinarlo al Proyecto, consistente en la identificación, adquisición y arrendamiento de propiedades agropecuarias subutilizadas con alto potencial productivo y de apreciación a mediano y largo plazo, para luego venderlas y capitalizar el incremento de su valor inmobiliario logrado mediante el plan de desarrollo especialmente realizado para cada una de ellas. Las compras y ventas se desarrollan de acuerdo a protocolos detallados en el prospecto que se consideran adecuados al propósito del fideicomiso.

Las proyecciones económicas se presentaron oportunamente por un período igual a la duración del fideicomiso, o sea 12 años, sin considerar la posibilidad de variación de los tres años previstos. El modelo de negocios se sustentó bajo el supuesto de la adquisición de 11.563 hectáreas.

Se han adquirido a la fecha cinco establecimientos, en cinco departamentos, alcanzando una superficie de 11.863 has (2,6% más de lo estimado inicialmente), cuyo precio promedio resultó en USD 3.900/ha, un 2% inferior al estimado (cuadro 8). En el proyecto se había estimado un total de 11.563 has a un precio de USD 3.995.

**Cuadro 8: Campos adquiridos a la fecha**

Establecimiento	Departamento	Área (has)	Precio (USD/ha)	Monto (USD)
La Rinconada	Cerro Largo	6.939	3.465	24.043.635
El Escondido	Soriano	728	5.500	4.004.000
El Milagro	Tacuarembó	1.249	3.400	4.246.600
El Repecho	Durazno	1.992	3.944	7.856.448
Santa Rufina	Flores	955	6.400	6.112.640
Total		11.863	3.900	46.263.323

Fuente: el operador

La última adquisición del establecimiento Santa Rufina, en el departamento de Flores, se diferencia en términos generales del paquete de campos adquiridos hasta ese momento. El criterio dominante había sido la adquisición de campos que estuvieran “sub explotados”, de acuerdo a las posibilidades de la tecnología actual. En este caso se trata de un establecimiento de cierto desarrollo, incluso con la inclusión de dos sistemas de riego.

Actualmente el establecimiento se caracteriza por tener la mayor parte de la superficie en agricultura (71,2%), desglosándose en área agrícola con riego (32,6%) y área agrícola de secano (38,6%). El área restante (29,8%) incluye área de aptitud productiva ganadera regada y de secano (23,8%), además del área de desperdicios, monte nativo y represa (5%).

El establecimiento posee dos equipos de riego con una capacidad total de 394 has. Los equipos tienen 3 años desde su instalación. Tiene un Índice de

CONEAT promedio de 153, a consecuencia de la alta ponderación de suelos 10.12 que son de aptitud agrícola. Todo ello explica el precio de venta (USD 6.400/HA) sensiblemente más alto que la mayoría de las compras anteriores

El operador cierra su Informe de Inversión con las conclusiones entre las que se destaca lo siguiente: "El campo Santa Rufina es una muy buena opción de compra para el FFCS, ya que presenta muy buen potencial agrícola, con suelos de alto potencial productivo y riego. Existe la posibilidad de hacer una nueva represa de menor caudal que permitiría ampliar la zona de riego en suelos de menor calidad pero que responden muy bien a este manejo. El establecimiento presentaba variabilidad de rendimientos que se estabilizó en altos valores en los últimos años con el manejo del riego. Además, se puede mejorar la productividad y disminuir aún más la variabilidad de rendimientos aplicando un manejo integrado de fertilización e intensificación de la agricultura. La variabilidad potencia el manejo variable de insumos y el desarrollo de proyectos de agricultura de precisión".

El operador informa que la adquisición de este predio cuenta con la aprobación de los inversores.

Por tanto, a la fecha de confección de la presente actualización, el Fideicomiso ha invertido el 100% de los fondos disponibles, superando los indicadores de desempeño mínimo previstos. En julio de este año, el fiduciario instruyó que se diera por finalizado el proceso de compra de campos del FFCS.

Se han arrendado 10.617 has que superan el requisito mínimo de cumplimiento establecido en el Contrato, de al menos 45% en un año (véase cuadro 9). La situación global, incluyendo datos preliminares de los arriendos de dos fracciones en negociación, arrojan una renta promedio de USD 124/ha, inferior en un 16.4% que la estimada inicialmente, de USD 157/ha, que era el promedio nacional reportado por DIAE para el año 2011.

**Cuadro 9. Situación de compra y arrendamiento de tierras al tercer trimestre de 2017**

Campos	Area	Renta (USD/ha)	Total USD	Precio de compra	Cap Rate
La Rinconada Arroz	1.185	174	206.720	3.465	5,00%
La Rinconada B. Norte	2.794	65	182.482	3.465	1,90%
La Rinconada B. Sur	2.669	98	260.860	3.465	2,80%
La Rinconada Imbriaco	291	75	21.857	3.465	2,20%
El Escondido	728	206	149.898	5.500	3,70%
El Repecho	1.992	126	250.326	3.944	3,20%
El Milagro	1.249	120	149.880	3.400	3,50%
Santa Rufina	955	262	250.236	6.400	4,10%
Total	11.863	124	1.472.259	3.900	3,20%
Total ya concretado	10.617	113	1.200.166	3.687	3,10%

Fuente: Informe del Operador

Esta evolución guarda relación con lo que se registró a nivel nacional según DIEA-MGAP; esa dependencia reportó una caída de los precios de los arrendamientos, en términos promedio entre 2011 y 2016, del 26% (véase sección V).

La situación de los mercados globales, caracterizada –en los últimos años– por el fortalecimiento del dólar, y su consecuente disminución de los precios valuados en esa moneda, si bien repercute en el ingreso por arrendamientos, que se vinculan esencialmente con el precio de los productos agropecuarios, también lo hace sobre el precio de la tierra, que ha disminuido a nivel global –como se verá en la Sección V– y que ha permitido realizar las adquisiciones a valores inferiores a los previstos. Por tal motivo, es importante determinar la tasa de capitalización (Cap Rate bruto), para evaluar el desempeño de la administración.

En ese sentido, el Cap Rate promedio es del 3.2% para todos los campos incluyendo las cifras preliminares esperadas para los predios en negociación. Si se excluyen esos dos predios –que representan el 10.4% del área total–, y se estima este indicador para los arrendamientos con contrato cerrado, ese indicador se sitúa en 3.1% (véase cuadro 9)

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

El Proyecto planteado en el prospecto presenta una Tasa Interna de Retorno del proyecto de 8,23% en base a supuestos de capacidad de gestión, físicos y de precios de la tierra razonables como ya se mencionó. Las variables clave en las proyecciones del flujo de fondos refieren a la evolución esperada del precio de la tierra y a la evolución esperada del valor del arrendamiento.

La performance del operador en la adquisición de campos, resulta en un precio promedio de USD 3.900/ha, al adquirir 11.863 has, lo que implica que se ha alcanzado –e incluso superado levemente– lo previsto en el modelo original, que era de 11.563 has.

El nivel de la renta promedio resultante, implica estimar o dar por buena, la cifra que se está negociando por el arrendamiento de dos predios: 291 has de La Rinconada, y la totalidad del establecimiento en proceso de compra Santa Rufina, de 955 has. Ese promedio se ubica en USD 124/ha, un 16.4% por debajo del estimado inicialmente.

Asumiendo el precio final de compra, y ese valor promedio estimado de las rentas por arrendamiento, se realizó una nueva estimación de la tasa interna de retorno del proyecto y del inversor (véase cuadro 10).

**Cuadro 10. Reestimación de la TIR**

Indicador	Inicial	Reestimada
TIR del Proyecto	8,54%	8,12%
TIR del Inversionista	8,03%	7,61%

Fte. CARE

CARE entiende –y así lo detalló en informes anteriores- que el precio del arrendamiento es fundamentalmente determinado por el precio de los productos, además del precio de la tierra, como oportunamente la calificadoras lo estableciera en la calificación original. Como prueba de ello, el descenso del Cap Rate, calculado a partir de los reportes informados por DSEA, resulta confirmatorio. En los últimos quince años el coeficiente de regresión para los distintos cultivos en su correlación con el precio del arrendamiento fue de:

**Cuadro 11. Correlación precio del arrend. precios de prod. Agrop. y la tierra (2000-2015)**

Rubro	R2
Carne	0,93
Soja	0,92
Leche	0,94
Maíz	0,87

Fuente: CARE

Por ello se realizaron simulaciones asumiendo un comportamiento menor para los arrendamientos que el precio de la tierra. Estas trayectorias se correlacionaron con los valores proyectados de los commodities agrícolas en lugar de realizarlo con el valor de la tierra. Las proyecciones de precio de los productos agrícolas se basaron en las del USDA, de FAO-OCDE y del Banco Mundial.

Cabe subrayar además, que en el prospecto se ha fundamentado con solvencia no solo en la valoración esperada de la tierra, sino el plus que significa el agregarle el proceso de “ambientación”. Este agregado de valor en los campos seleccionados hace que los mismos cambien de destino productivo, o sea, se transformen de establecimientos básicamente ganaderos en campos con potencial agrícola. Este hecho genera que el flujo esperado de ingresos “productivos” se modifique y conlleve una extra valorización de la hectárea. Ello vuelve aceptable el guarismo de 8% de incremento anual de valor nominal en dólares del prospecto, aunque en base a distintos fundamentos, lo que fortalece todo el análisis. Lo anterior no se modifica con la última adquisición del campo Santa Rufina, que si bien dispone de significativas inversiones en el área agrícola (fundamentalmente los sistemas de riego), dado que el operador entiende que será posible de las mejoras mencionadas oportunamente. Del mismo modo las hipótesis de ingresos por arrendamiento consideran básicamente movimientos de precios, no considerando movimientos en la productividad producto de las ambientaciones propuestas para dar más consistencia a las proyecciones.

## 2.1 Replanteo del Flujo de Fondos y sensibilización

En ocasión de la calificación original del FF Campos Sustentables, CARE al respecto del flujo de fondos del prospecto, encontró coherencia y razonabilidad en los supuestos manejados en la elaboración del modelo, pero mantuvo una diferencia de criterio respecto a la tasa de valorización de los arrendamientos. En efecto, el prospecto asocia la evolución de esta variable directamente al valor de la tierra, y por tanto su evolución se vinculada directamente con la evolución del precio de ésta.

Como no ha habido cambios sustanciales desde la realización del último informe, se entiende que las conclusiones a que se arribó en ese momento continúan siendo válidas. De todas formas, en la medida que se ha completado el proceso de compras, a precios similares a lo estimado inicialmente y se ha prácticamente completado el proceso de arrendamientos, a un precio algo más bajo del estimado inicialmente se repitió el ejercicio de sensibilización a diferentes tasas de evolución de los precios de la tierra y de los arrendamientos. Los resultados muestran que a tasas de valorización bajas o muy bajas los indicadores de retorno se mantienen en niveles aceptables (cuadro 12)

**Cuadro 12. Sensibilizaciones a distintas variaciones**

	Tasas de evolución de precios			
	Tierra	Arrendam.	Tir proyecto	Tir inversor
1	8%	7,66%	8,12%	7,61%
2	8%	6%	7,86%	7,46%
3	8%	5%	7,71%	7,31%
4	8%	4%	7,57%	7,16%
5	8%	3%	7,44%	7,03%
6	5%	5%	5,48%	5,48%
7	5%	4%	5,32%	5,32%
8	5%	3%	5,17%	5,17%

Nota: Área total: 11.863 has Arrendamiento inicial: USD T24/HA

Fuente: CARE

Por otra parte, CARE –en ocasión de la calificación original- realizó un análisis de sensibilidad apoyado en el método de simulación Monte Carlo, que consiste en asignar distribuciones de frecuencia a algunas variables exógenas del modelo, de forma de generar aleatoriedad al análisis. Concluía que en base a los resultados obtenidos, la TIR esperada sería de 8,12% y evidenciando un 97,8% de probabilidad de ubicarse en valores positivos. Por lo que se describe a continuación, estas referencias siguen siendo válidas.

### 2.3 Costo del capital y Valor Presente Neto del Proyecto

Con el objetivo de testear algunos supuestos introducidos en las proyecciones del plan de negocios presentado<sup>6</sup>, en ocasión de la calificación original CARE profundizó 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>7</sup>) del presente proyecto.

El punto fundamental para el cálculo del WACC, cuando no existe endeudamiento, es la estimación de la retribución de los fondos propios. Para esto se utilizó el modelo de valoración CAPM (Capital Asset Pricing Model) y, siguiendo a Damodaran<sup>8</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:

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

<sup>6</sup>. El prospecto de emisión supone una tasa de descuento del 7%.

<sup>7</sup>. Weighted Average Cost of Capital

<sup>8</sup>. A. Damodaran, "Estimating Equity Risk Premiums" Stern School of Business.

Donde:

$E(r_i)$ : Tasa de retorno esperada del capital

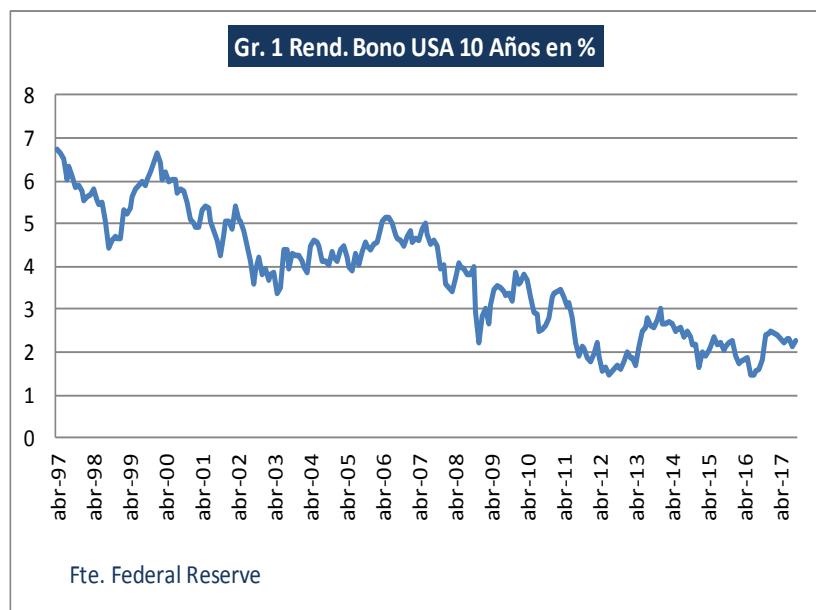
$\beta_{im}$ : Riesgo sistemático propio respecto del riesgo de mercado<sup>9</sup>.

$r_f$ : tasa libre de riesgo

$E(R_m) - R_f$ : Prima de Riesgo país. Es el premio por riesgo específico al mercado que opera el proyecto.

$Er_p$ : Prima por riesgo específico a la compañía o proyecto evaluado

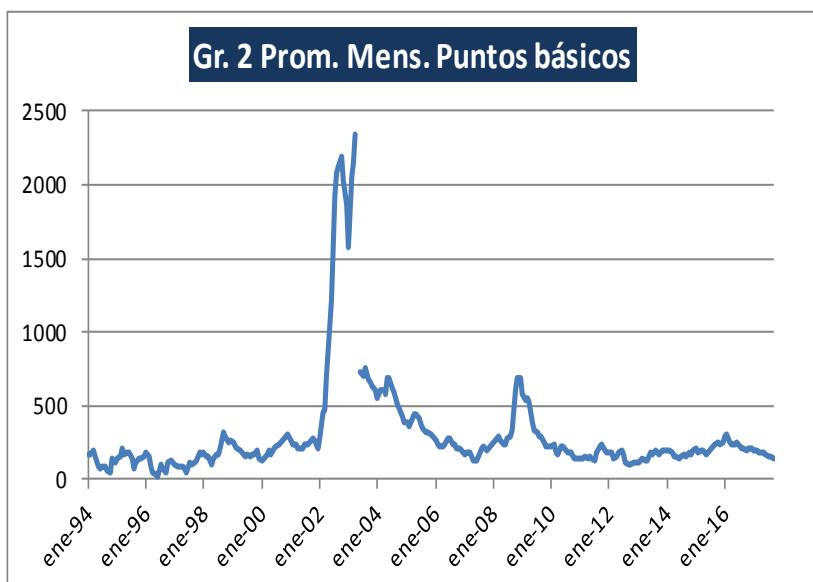
Para efectuar este cálculo se opta normalmente por utilizar los promedios de 20 años de los rendimientos de los Treasury Bonds 10 Years de la Reserva Federal de los Estados Unidos. Ese promedio resulta exigente respecto al costo de oportunidad del capital, dado que incluye valores de fines de la década de los noventa y comienzos de la década del 2000, en que el rendimiento se ubicaba entre 5 y 7%, cuando en los últimos diez años, ese rendimiento se ubicó en 2,76%, y continúa haciéndolo en la actualidad a pesar de los anuncios de incremento (gráfica 1).



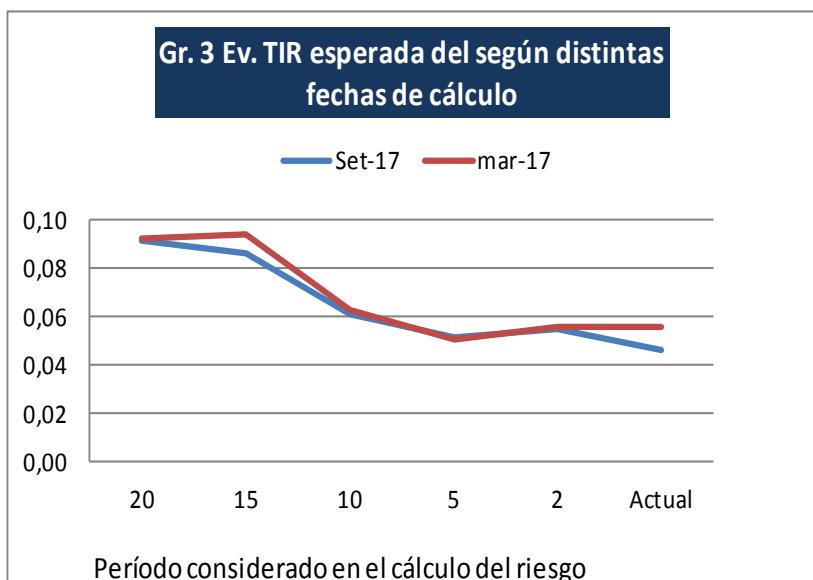
Se entiende en general, que si bien es razonable esperar un incremento en las tasas de interés en el corto plazo –que ya se está insinuando (véase gráfica 1 nuevamente)-, no se espera que alcancen niveles tan altos como en el período referido, debido al abundante ahorro que existe en la economía mundial.

Por su parte el riesgo país, medido a través del índice UBI de República AFAP, también incorpora datos “anómalos” cuando se incluye el período de la crisis de 2002. Si bien es una realidad que la economía uruguaya atraviesa en determinados períodos crisis de esa magnitud, no se considera muy probable que ello pueda ocurrir en el futuro mediano plazo (gráfica 2).

<sup>9</sup>. Se consideraron los betas promedio de empresas de producción primaria de bienes agrícolas en mercados emergentes según A. Damodaram



En esta ocasión y a la luz de estas discusiones, se calculó el  $E(rf)$  en distintos escenarios (el parámetro “beta unlevered” de Damodaram, ha permanecido igual desde la última actualización, en 0.59). Si se consideran los datos para estos indicadores promedio de los últimos 15, 10, 5 ó 2 años, e incluso a valores actuales, se arriba a tasas menores (gráfica 3). Se puede concluir que el  $E(rf)$  resultante, ha ido descendiendo como consecuencia de la baja de la tasa libre de riesgo y el riesgo país, lo que mejora el valor actual neto del flujo. La mejoría en los índices mencionados, permite que se manifiesten diferencias en el cálculo del indicador a pocos meses del último cálculo



Aplicando valores actuales, que recogen el rendimiento de los TB10Y, se llega a una tasa de retorno esperada para el capital en el entorno del 5%. Este valor es sensiblemente inferior a la TIR esperada del inversor en CPs (8.55% para el inversor, en el prospecto original), lo que nos indicaría que la tasa prevista para

ellos 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 del retorno proyectado de los CPs.

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

**Riesgos considerados:**

**Riesgo de generación de flujos.** A partir de lo anterior se trata de señalar la capacidad de generar los flujos en el plazo pactado. Considerando 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 de compra y arrendamiento, *se considera que existe un riesgo medio bajo y posible de ser controlado a tiempo de generación de los flujos.*

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

## V. EL ENTORNO

El análisis de entorno refiere a la evaluación de factores futuros que pueden afectar la generación de los flujos propuestos, pero que derivan de circunstancias ajena a la empresa y refieren al marco general. Tienen que ver con la evolución esperada de los mercados interno o internacional de insumos, productos, bienes, así como con el análisis de políticas públicas capaces de incidir directamente en el cumplimiento de los objetivos planteados. Por políticas públicas se entiende no solo las domésticas sino las de los países con los que existe comercio. En el caso de los productos agrícolas, al menos hasta el momento, el cúmulo de barreras está relativamente sujeto a disciplinas predecibles. Permanece en cambio como riesgo el de políticas públicas asociado a los permisos administrativos.

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

### 4.1 Riesgo Económico y de Mercado

Cabe destacar los aspectos favorables sobre el negocio agrícola que fueron argumentados en profundidad en el prospecto de emisión y en la calificación original y que se consideran válidos aún. En esa ocasión se dieron razones fundadas sobre el crecimiento a largo plazo del precio de la tierra, tales como los referidos a la demanda mundial de alimentos, la urbanización, la mejora de la productividad agrícola, el crecimiento del ingreso de los países menos desarrollados, etc.

No obstante este escenario de largo plazo, se han registrado modificaciones en la economía mundial que se reflejan en algunos cambios en el comportamiento de los precios en el corto plazo tales como: a) el crecimiento de la economía norteamericana que se refleja en el fortalecimiento del dólar; b) la normalización en la situación monetaria de ese país y c) los países emergentes, que fueron el sostén de la década, mediante el sostenido aumento de la demanda derivada del crecimiento económico, muestran un enfriamiento en esa dinámica determinando una reducción de la tasa de crecimiento de la demanda por las materias primas y los alimentos.

En línea con el informe de calificación, 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 arrendamientos. Como fue descripto en la sección anterior del presente informe, el prospecto de emisión correlaciona el valor del arrendamiento con el precio de la tierra. CARE considera que las proyecciones de precios de los productos agrícolas representan una variable proxy de mayor correlación que la del valor de la tierra. En este sentido, en la sección anterior se describió el resultado de valorar el arrendamiento esperado correlacionándolo con la evolución esperada de precios de los productos agrícolas. Es en base a estos aspectos que CARE basó las hipótesis para realizar algunas de las simulaciones descritas en la Sección IV del presente informe.

#### **4.2 Sobre el precio de los productos agrícolas.**

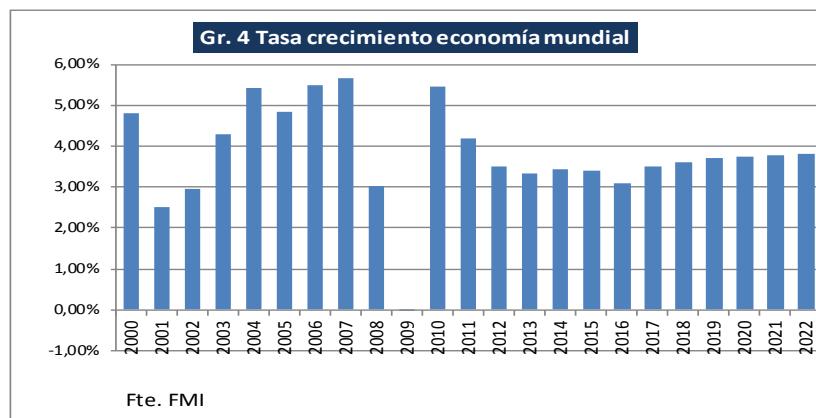
La trayectoria esperada de los precios de los productos agrícolas afecta de forma relevante la renta que se paga por la tierra y por ende, el resultado de la inversión. Como fue mencionado anteriormente, el 30% de los ingresos brutos refieren a los arrendamientos.

Los precios de los productos agrícolas han visto modificada las trayectorias crecientes exhibidas desde el primer lustro del siglo hasta 2014 en el mundo y en Uruguay. El mercado internacional de los granos atravesó una prolongada fase de precios altos (en términos históricos), en un escenario de precios altos del conjunto de los productos primarios en general y los alimentos en particular. Entre las causas que explicaron este contexto se destaca; (a) el sostenido crecimiento de la demanda y el comercio de granos a nivel mundial, (b) el aumento del consumo, en especial de los países en vías de desarrollo o emergentes, (c) una mayor apertura y desregulación de los mercados globales y (d) el avance tecnológico de los biocombustible que al masificarse, vincularon la trayectoria de precios de los mercados de alimentos con los mercados de los bienes energéticos.

En el mercado de granos, en ese período se destacó el crecimiento de la soja en primer lugar, el maíz en segundo y el trigo el tercero. El aumento del comercio de granos en el mundo se aceleró notablemente en la última década, creciendo a una tasa fue de 3,2% anual, más del doble que la tasa de 1,5% anual alcanzada en la década previa. El comportamiento fue similar para los principales granos, aunque los ritmos de expansión del comercio fueron diferentes en cada caso.

En Uruguay, la influencia del mercado internacional sobre el mercado local de los granos creció intensamente en la última década, y transformó al mercado externo en el destino principal de la oferta nacional arbitrando los precios locales con los precios globales.

No obstante lo anterior, el escenario antes mencionado se ha modificado, mostrando descensos significativos de los precios de estos productos y de todas las commodities. De todas formas, las previsiones para los próximos años, son de un reinicio del crecimiento de la economía mundial, pero a tasas menores que en el pasado, y que traerá consigo una recuperación de los precios de los productos agrícolas (véase gráfica 4).

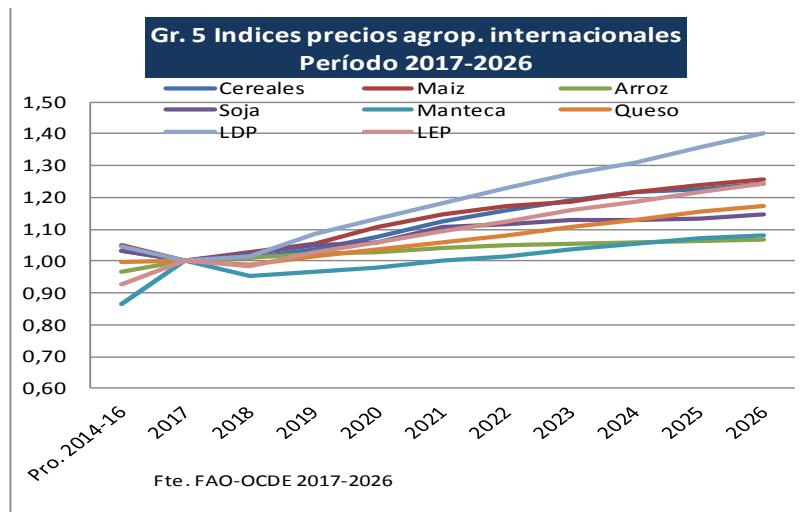


El Informe sobre las perspectivas de la economía mundial del FMI de julio de 2017, se titula “La recuperación se está afianzando” y afirma que “el repunte del crecimiento mundial previsto en la edición de abril de Perspectivas de la economía mundial (informe WEO) continúa por buen camino, y se proyecta que el producto mundial aumentará 3,5% en 2017 y 3,6% en 2018. Las proyecciones del crecimiento mundial no han cambiado y ocultan contribuciones ligeramente diferentes de las economías nacionales”.

Las perspectivas del Banco Mundial, OCDE - FAO y el USDA coinciden en describir un panorama de recuperación de los precios de productos agropecuarios durante la próxima década, pero también coinciden en que no será un incremento sustancial.

En el caso del USDA, ya publicó sus proyecciones en febrero de 2016 para la década 2016/2025 y confirman en prácticamente todos los rubros agrícolas esa leve mejora en términos nominales<sup>10</sup>. El informe de USDA con proyecciones a 2026, publicado en febrero de 2017, si bien ratifica en grandes líneas lo anterior, no presenta información detallada de la evolución esperada de los precios<sup>11</sup>.

A su vez, la publicación anual de FAO OCDE Agricultural Outlook 2017-2026, coincide con esa conclusión y presenta estimaciones cuantitativas de los precios que muestran esa recuperación a partir de 2018 fundamentalmente, aunque en algunos productos la recuperación fue significativa en 2017 (véase gráfica 5).



Por su parte, el Banco Mundial actualiza periódicamente su proyección de precios de las commodities. La última actualización es de julio de 2017, muestra cómo los precios de todos los rubros se esperan tengan un sostenido crecimiento, aunque a tasas muy bajas.

### 4.3 El precio de la tierra

El precio de la tierra, ha visto modificada su evolución de fuerte apreciación en dólares, con una caída en 2015 que continuó en 2016, aunque a una tasa menor.

<sup>10</sup>. USDA Agricultural Projections to 2025, febrero de 2016

<sup>11</sup>. USDA Agricultural Projections to 2026, febrero de 2017

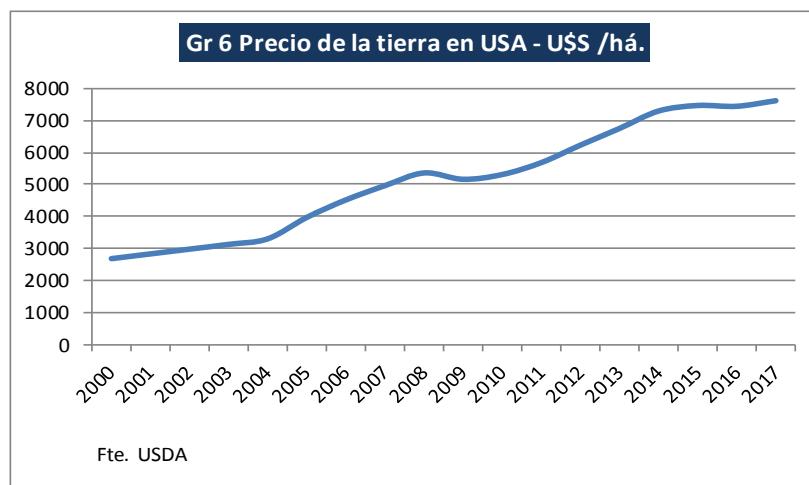
Las perspectivas de demanda internacional por tierra son alentadoras y ubican los precios en niveles crecientes para el corto y mediano plazo. En el Informe Sobre el Precio de la Tierra<sup>12</sup> se presenta un detallado análisis sobre el precio de la tierra donde se destaca lo siguiente:

*"La oferta de tierras es finita y está amenazada por diversos factores (erosión, urbanización, etc.) mientras que la demanda se presenta como cada vez más creciente. Este contexto hace que la tierra se tienda a valorizar cada vez más y se presente como un adecuado refugio de capitales en busca de activos seguros"*

*"La coyuntura macro monetaria mundial ha exhibido un importante cambio en la última década configurando un escenario más que propicio para la inversión en tierra. La quiebra de Lehman Brothers y la crisis financiera internacional del 2008 conjuntamente con las políticas de flexibilidad cuantitativa de los principales Bancos Centrales del mundo han generado una externalidad positiva para la inversión en tierras. Si bien esta coyuntura está en proceso de cambio, es probable que el shock negativo que recibirá el precio de la tierra sea de corto plazo y que los factores estructurales (aumento de demanda, innovación, urbanización, etc.) lo amortigüen."*

El comportamiento del precio de la tierra en Uruguay, ha mostrado una tendencia creciente, con una marcada aceleración desde 2003 en adelante, que se revierte en 2015, reversión que continúa -a tasas menores- en 2016. En 2017 se insinúa un nuevo cambio de tendencia, según cifras DIAE<sup>13</sup> es consistente con lo que se verifica en otros países, como Estados Unidos y Brasil.

En lo que respecta, en particular al precio de la tierra en Estados Unidos, continúa la fase ascendente hasta 2015 para estabilizarse, mostrando una leve caída en 2016, y -según cifras preliminares- retomaría la tendencia al crecimiento en 2017. El precio en Estados Unidos cayó únicamente en los primeros años de la década del ochenta ante el cambio de la política monetaria denominado "Plan Volcker" (véase informe de actualización anterior) y en menor medida, después de la crisis financiera de Lehman Brothers, y en forma muy moderada (véase gráfica 6). Cualquiera de los dos shocks negativos en el nivel de precios, fueron revertidos en pocos años.



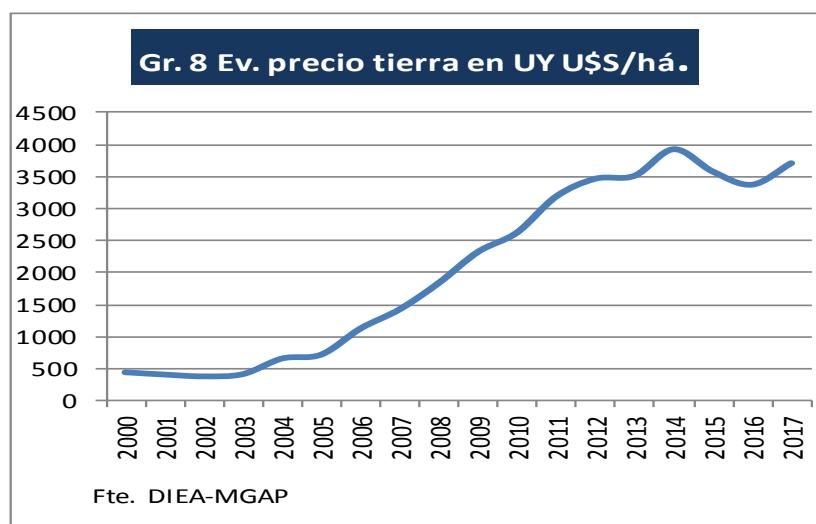
<sup>12</sup>. Idem

<sup>13</sup>. SERIE "PRECIO DE LA TIERRA"  
Compraventas primer semestre de  
2017, DIAE-MGAP

El comportamiento del precio de la tierra en Brasil, está afectado, además de por los factores descritos oportunamente para la tierra en general, por el efecto del tipo de cambio, en la medida que en ese país, la cotización del recurso se realiza en moneda nacional. Por ello, las fluctuaciones son amplificadas por este efecto. En el año 2014 comenzó una fuerte caída de los precios de la tierra, parece comenzar a revertirse en 2017, según cifras preliminares (véase gráfica 7)



En el caso de Uruguay, la información reportada por DIEA MGAP, da cuenta de un cambio en la tendencia declinante del precio iniciada en 2015, luego de alcanzar el máximo valor en 2014. En efecto, las cifras del primer semestre de 2017 muestran una franca recuperación, mostrando un comportamiento con cierta similitud a la evolución del precio de Estados Unidos (véase gráfica 8).



Por otra parte, CARE actualizó en análisis del comportamiento de las tasas promedio de evolución del precio de la tierra en intervalos de diferente cantidad de años, sobre una base de datos que se inicia en 1969, en función de los datos preliminares reportados por DIEA para 2017. La información evidencia que se mantiene una muy alta tasa de valorización en términos de

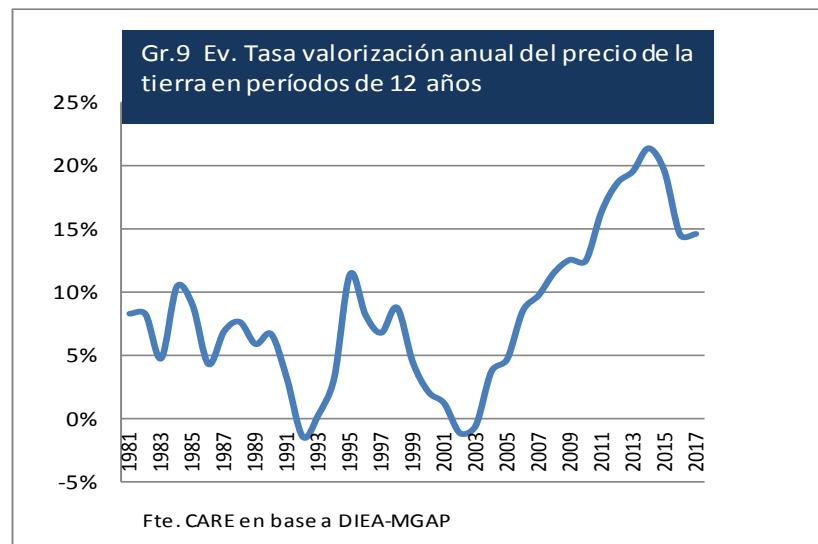
dólares corrientes, para todos los intervalos considerados; es de destacar, por el contrario, la marcada caída en la variabilidad a medida que se aumenta el intervalo entre compra y venta. Para el intervalo de veinte años, se registra un desvío standard del 2.5% y un coeficiente de variación del 30% (cuadro 13).

**Cuadro 13. Tasas evolución y variabilidad precio tierra en distintos intervalos**

Variable	Período considerado (años)					
	7	8	9	12	15	20
Tasa promedio	9,20%	9,10%	9,00%	8,30%	10,20%	8,60%
Desv. St.	10,20%	9,40%	8,40%	6,00%	3,40%	2,50%
Coef. Variación	111,20%	102,70%	93,60%	72,70%	33,00%	29,40%

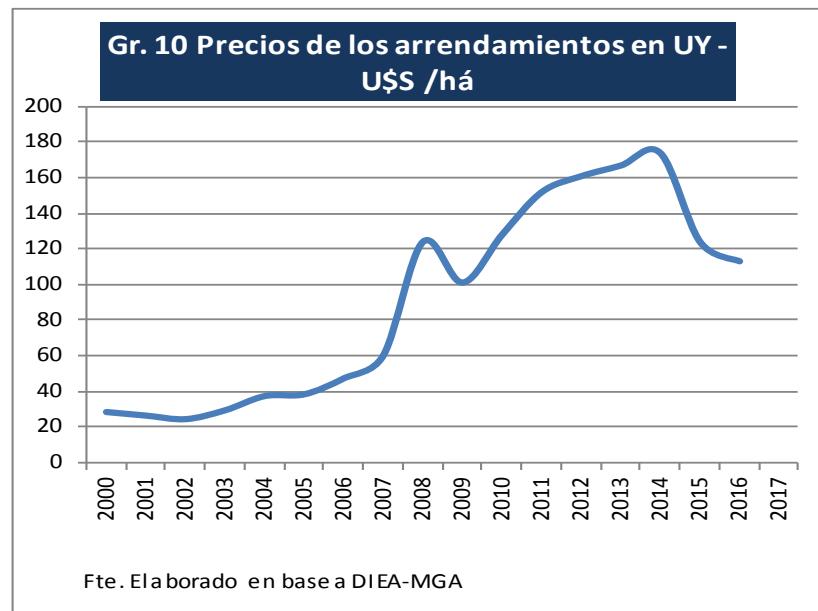
Fuente: elaborado en base a datos de DIA-MGAP

La evolución anual de este indicador –para intervalo de 12 años, por ejemplo– muestra una tendencia al alza que se atenúa hacia el final del período y parece estabilizarse en 2017, pero se mantiene en valores en el entorno del 15% de crecimiento anual (gráfica 9).



#### 4.4 Sobre los arrendamientos

El comportamiento de los precios de los arrendamientos, en los últimos 15 años, ha mostrado una fuerte vinculación con los precios de los productos agropecuarios y al precio de la tierra. Según cifras de DIA, este indicador ha ido en aumento hasta 2014 –con la sola interrupción en 2009– y a partir de 2015 se inició importante una caída que parece enlentecerse en 2016



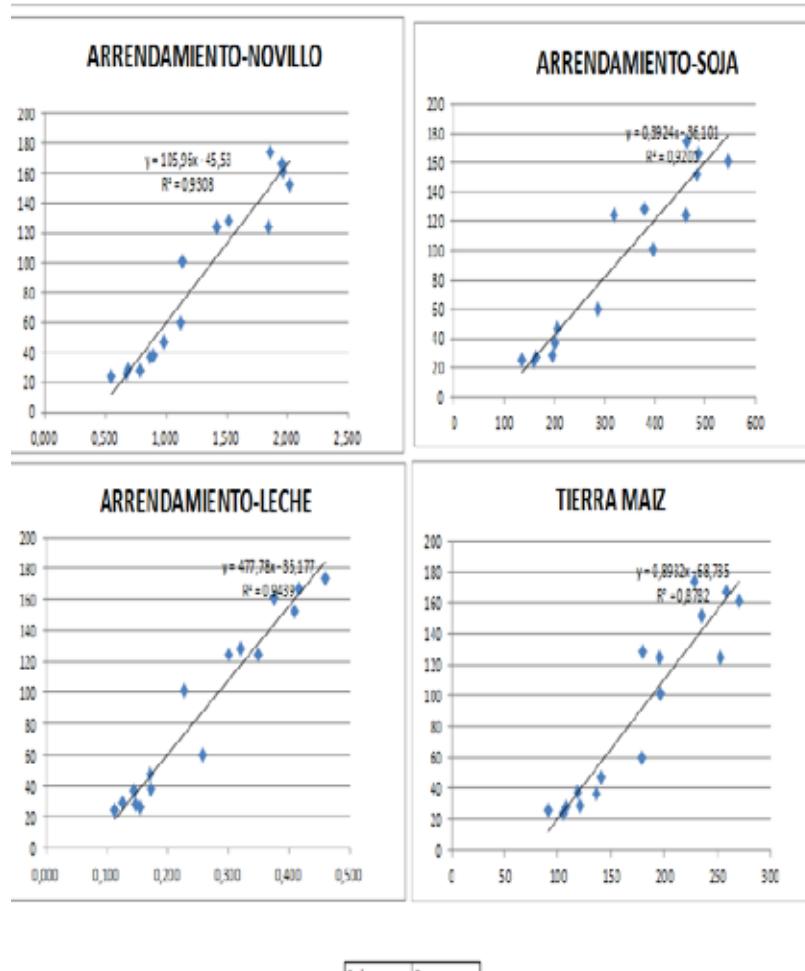
**Cuadro 14 Ev. Precio prom arrendamientos**

Año	Renta (USD/ha)	Índice base 2011=100
2010	128	84%
2011	152	100%
2012	161	106%
2013	167	110%
2014	174	114%
2015	124	82%
2016	113	74%

Fuente DIA

Para analizar la vinculación entre los precios de los arrendamientos y los de los productos agropecuarios, se hicieron las respectivas correlaciones simples a los efectos de evaluar las posibles sensibilizaciones a realizar, que arrojaron los siguientes resultados:

**Gráfica 11` Resultados de correlaciones**



Se concluye que el precio de los arrendamientos, en los últimos 15 años, guarda estrecha relación con los precios de los productos. Por tal motivo se entiende conveniente la sensibilización de lohacerla respecto a las proyecciones de los precios agropecuarios

#### 4.4 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. El gobierno discute con frecuencia diferentes propuestas que pueden afectar el clima de la inversión en tierras, si aparecieran leyes gravando nuevamente la tierra, o si se detuviera en alguna medida la inversión de fondos

como el proyectado, o si se afectara la inversión extranjera directa. Todos estos elementos componen un riesgo político que al momento no puede preverse cómo será su desenlace.

No se perciben condiciones que permitan advertir mayores amenazas de las que se mencionaron líneas arriba. La introducción del nuevo impuesto de primaria, si bien constituye un cambio normativo, no afectaría significativamente el negocio en cuestión y no artería las expectativas del negocio sectorial en general.

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

## VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

El dictamen se construye a partir de la asignación de ponderadores y puntajes a los factores de riesgo que integran cada área de riesgo (los títulos, la fiduciaria y el agente/aparcero, los activos subyacentes y el flujo de fondos, y el entorno). Dispuestos en una matriz, los indicadores de cada factor en cada área de riesgo, van generando puntajes a juicio del comité calificador que van conformando el puntaje final. Éste se corresponde con una nota de acuerdo al manual de calificación. En la matriz de calificación, las áreas se dividen en factores, y estos en indicadores.

En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos y cuantitativos - tanto los presentados por el estructurador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité de calificación de CARE entiende que los títulos recogen la calificación BBB (uy)<sup>14</sup> de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez

<sup>14</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.