

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

*Montevideo, octubre de 2018*

---

4	RESUMEN GENERAL
6	I INTRODUCCIÓN
11	II EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACION
13	III LA ADMINISTRACION
18	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS
28	V EL ENTORNO
35	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO
ANEXO I INFORME JURIDICO	

---

## Calificación Oferta Pública 17-octubre -2018

<b>Denominación:</b>	Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas II
<b>Fiduciario:</b>	TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A.
<b>Fideicomitente/Agente/Aparcero:</b>	Bearing Agro S.A.
<b>Entidad Registrante y Agente de Pago:</b>	TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A.
<b>Entidad Representante:</b>	Bolsa de Valores de Montevideo.
<b>Títulos a emitir:</b>	Certificados de participación escriturales
<b>Moneda:</b>	Dólares americanos
<b>Plazo del Fideicomiso:</b>	15 años
<b>Importe de la emisión:</b>	Hasta USD 150.000.000 (ciento cincuenta millones de dólares).
<b>Distribuciones:</b>	Bianuales, con vencimientos el 15 de abril y el 15 de setiembre de cada año.
<b>Activos del Fideicomiso:</b>	Inmuebles rurales, infraestructura de riego, arrendamientos, entre otros.
<b>Estructura:</b>	Bragard (asesor legal) y Auren (Asesor Fiscal)
<b>Calificadora de Riesgo</b>	CARE
<b>Calificación de Riesgo:</b>	BBB (uy)
<b>Manual utilizado:</b>	Manual Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros

## Resumen General

***CARE ha calificado los certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas II con la calificación BBB (uy) de grado inversor.***

El objeto del fideicomiso es la obtención de financiamiento a través de la colocación de los Certificados de Participación para la adquisición directa o indirecta (a través de una entidad, sociedad o cualquier modalidad de patrimonio de afectación con propósito específico) de predios productivos en los que se invertirá en riego. El Fideicomiso no realizará por sí la explotación de los predios sino que procurará generar una renta celebrando contratos de aparcería con el aparcerero.

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 se aprecia en el informe adjunto. (Anexo I).
- De modo especial se ha evaluado la capacidad de gestión del agente/aparcerero del proyecto, Bearing Agro que resulta crucial para el mismo. Esta evaluación pondera de modo significativo en la calificación realizada. La empresa demuestra capacidad de llevar adelante el proyecto y posee una sólida reputación en este sentido. Asimismo, ejecuta a satisfacción un emprendimiento de las mismas características que éste, a través del Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas, que también viene siendo calificado por CARE.
- Un negocio que desde el punto de vista económico-financiero para el inversor soporta los stresses ajenos al negocio a los que razonablemente la emisora y la calificadora han sometido el proyecto.
- Un proyecto que desde el punto de vista físico y económico supera en el mismo sentido que en el punto anterior, diversas pruebas; y que al mismo tiempo se destaca por el nivel de cobertura de múltiples variables consideradas.
- Al tratarse de un proyecto a largo plazo para la maduración de las inversiones, y al depender esta maduración crucialmente de operaciones realizadas al comienzo del mismo, los informes trimestrales del administrador de los primeros años cobran particular relevancia para tres conceptos que ponderan fuertemente la gestión de la administración: la compra de tierra, la implementación de la infraestructura de riego y el desarrollo de la explotación agrícola establecidos en el plan de negocios.
- Se destaca la alineación de incentivos entre el fideicomiso y el agente/aparcerero ya que este último se compromete a adquirir certificados de participación por el 7,5% del monto total de emisión de la oferta pública con un máximo de 11.250.000 dólares, comprometiéndose a mantener su participación en el patrimonio del Fideicomiso por un plazo mínimo de 5 años contados a partir de la fecha de adjudicación de los CP.

- El aparcerero abonará al fiduciario en carácter de retribución de los contratos de aparcería el 23% (veintitrés por ciento) de la producción bruta, que en ningún caso podrá ser con relación a la producción agrícola o pecuaria, menor al pago mínimo correspondiente. Este porcentaje de la retribución pagadera bajo los Contratos de Aparcería con relación a la producción agrícola, será susceptible de un incremento, en lo que respecta a los cultivos de soja y/o maíz bajo riego sembrados en el área regada, cuando el volumen de producción supere determinados parámetros que se establecen en el contrato.
- El mercado de tierra agrícola, si bien está afectado por coyunturas de oferta y demanda de corto plazo así como de decisiones de política pública, para el largo plazo presenta tendencias de incremento en sus precios, como ha sido el comportamiento histórico. Para el caso de los commodities alimenticios se espera un moderado crecimiento en la demanda, menor al de los últimos años y muy posiblemente un mayor proteccionismo, por lo que cabe esperar un mantenimiento de los actuales precios internacionales, o un leve crecimiento en términos nominales pero sin contrarrestar la devaluación del dólar.
- En cuanto a las políticas públicas sectoriales, no se perciben riesgos en este sentido. Asimismo, la implementación de riego en las explotaciones agropecuarias está alineado con las disposiciones de política de la actual administración de gobierno.

## I. INTRODUCCIÓN

### 1. Alcance y marco conceptual de la calificación

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

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 T.I.R.s 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 porque es diferente en cada escenario. En definitiva, la nota seguirá entre otros criterios el cumplimiento del proyecto y el alcance de una rentabilidad mínima que se juzgue aceptable en ocasión de cada recalificación.

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

Por disposición del BCU y siempre que se emita antes de los seis meses, esta calificación se actualizará antes del 30 de abril siguiente a la primera presentación de los EECC del fideicomiso, o ante la aparición de hechos relevantes. No obstante, si el plazo entre la emisión y la primera calificación superara los seis meses, la actualización se realizará en esa oportunidad.

En los primeros años del proyecto se considerarán hechos relevantes la evolución semestral de la compra de tierras así como la concreción de la infraestructura de riego previstas en el Prospecto. Tanto el fiduciario como el agente/aparcerero se comprometen a proveer esta información.

## **Antecedentes generales**

Del prospecto se toma un resumen de las características del negocio que deriva de la emisión de Certificados de Participación escriturales con un valor nominal total mínimo de USD 50.000.000 (dólares estadounidenses cincuenta millones) y máximo de USD 150.000.000 (dólares estadounidenses cien millones). Estos montos se compondrán de la siguiente forma: en una primera etapa se invitará a suscribir hasta USD 138.750.000 (ciento treinta y ocho millones setecientos cincuenta mil dólares). En una segunda etapa inmediatamente después, Bearing Agro S.A. como sponsor del proyecto suscribirá Certificados de Participación por el 8,2% de los montos suscriptos en la Primera Etapa, con un tope máximo de USD 11.250.000 (once millones doscientos cincuenta mil dólares), de esta forma Bearing Agro SA tendrá finalmente el 7,5% del total de la emisión.

El objeto principal del "Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas II" será la emisión de certificados de participación de oferta pública, a los efectos de obtener los recursos dinerarios necesarios para ejecutar el plan de negocios del Fideicomiso.

Los fondos obtenidos como consecuencia de la colocación de los Certificados de Participación se invertirán en la adquisición directa o indirecta (a través de una entidad, sociedad o cualquier modalidad de patrimonio de afectación con propósito específico), de predios, conforme al Protocolo de Selección de Campos, así como en la financiación de la ejecución de las inversiones en riego. El Fideicomiso no realizará por sí la explotación de los predios sino que procurará generar una renta celebrando contratos de aparcería con el Aparcerero, para actividad principalmente agrícola. Dicha renta será la que derive de la contraprestación que tendrá el Fideicomiso en los contratos de aparcería consistente en el 23% (veintitrés por ciento) de la Producción Bruta que se obtenga.

El 85% de monto de cada integración diferida de capital (deducidos los gastos) se destinará para la adquisición de predios que tengan aptitud agrícola y aptitud para riego conforme lo establecido en el Plan de Negocios, a cuyos efectos se deberá evaluar el potencial productivo del inmueble rural de acuerdo al procedimiento establecido en el Protocolo de Selección de Campos. Se establecen ciertas metas de desempeño para la compra de campos y puesta en funcionamiento de los mismos, que contribuirán a establecer el juicio futuro de la calificadora (capítulo 7 del contrato del Fideicomiso).

El porcentaje de la retribución pagadera bajo los Contratos de Aparcería con relación a la producción agrícola, será susceptible de un incremento, en lo que respecta a los cultivos de soja y maíz sembrados en el área regada, cuando el volumen de producción supere determinados parámetros que se detallan a continuación:

**Cuadro 1: Porcentaje de retribución de los contratos de aparcería**

Soja Bajo riego		Maiz bajo riego	
Rend. Tons/ha	Porcentaje	Rend. Tons/ha	Porcentaje
Hasta 3,85	23,0%	Hasta 10,5	23,0%
3,85 a 4,2	23,5%	10,5 a 11,5	23,5%
4,2 a 4,5	24,0%	11,5 a 12	24,0%
4,5 a 4,8	25,0%	12 a 13	25,0%
más de 4,8	26,0%	más de 13	26,0%

Fuente: El Prospecto

El Contrato de Fideicomiso prevé pagos mínimos agrícolas del Aparcero en caso de explotación bajo esa modalidad. Este pago mínimo comprometido por el aparcero será el equivalente en dinero al precio de 600 kilos de soja por hectárea efectivamente explotada con dicho grano por año agrícola y a 1.200 kilos de maíz por hectárea para el caso del área explotada con ese cultivo. Respecto de la eventual actividad pecuaria, será de aplicación un pago mínimo ganadero, a ser acordado entre el Fiduciario y el Aparcero, en base a la opinión del Comité de Vigilancia al momento de la aprobación de la adquisición del Predio Productivo respectivo.

Con el fin de procurar las mayores oportunidades de mercado y maximizar los beneficios para el Fideicomiso, el Agente podrá proponer la compra de inmuebles rurales y modalidades de explotación que no cumplan con el modelo de referencia previsto en el Plan de Negocios (cumpliendo con los controles y requisitos de la cláusula 7.1 del Contrato, según corresponda). Asimismo, en particular, se prevé la posibilidad de que el Agente proponga la compra directa o indirecta (a través de una entidad, sociedad o cualquier modalidad de patrimonio de afectación con propósito específico) de inmuebles rurales en la República de Paraguay siempre y cuando dichas inversiones no representen más de un 20% del total del monto previsto para la inversión y puesta a punto de los inmuebles. Dichos activos serán de carácter principalmente ganadero y deberán tener potencialidad de riego.

Al vencimiento del plazo del Fideicomiso, ya sea el plazo original (15 años) o su prórroga (máximo de tres años), se procederá a la liquidación del Patrimonio Fiduciario, para lo cual se procederá a enajenar los predios. El Fideicomiso se podrá extinguir en forma anticipada en algunas situaciones particulares previstas en el contrato y siempre que ello sea resuelto por una Asamblea de Titulares por mayoría especial.

En los predios se podrá desarrollar actividad ganadera, forestal y/o recreativa en el área no susceptible de explotación agrícola, así como todas aquellas actividades accesorias que permitan generar ingreso. La realización de estas actividades no agrícolas podrán ser realizadas por el Aparcero y/o a través de terceros bajo la responsabilidad del Aparcero, y deberá ser aprobada previamente por el Comité de Vigilancia, en cuyo caso el Fiduciario deberá convenir con el Aparcero la modalidad de contratación.

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



El Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas II 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 del arrendamiento de esas tierras, siguiendo protocolos de inversión y administración.

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. Esto se desarrollará especialmente en la Sección III.
- Lleva adelante un negocio de similares características, el Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas, el cual emitió 50 millones de dólares y explota con un plan de negocios de similares características unas 5.900 hectáreas de campo.
- Estructuración de una opción de inversión a largo plazo, respaldada por el retorno de operaciones inmobiliarias, sin perjuicio de distribución de utilidades cada año producidas por el ingreso de aparcería.
- Adquisición de entre 16 y 28 mil hectáreas de campo dependiendo de la calidad de los campos y su porcentaje de agricultura ya que los precios se asocian a esas características. Los campos adquiridos se arrendarán mediante contrato de aparcería al agente/aparcerero el cual realizará una explotación agrícola. Asimismo, por cuenta del Fideicomiso se realizarán importantes inversiones en infraestructura de riego para aumentar la productividad de la explotación en arrendamiento.
- Respecto del ingreso bruto total estimado, un 85% correspondería aproximadamente a la venta de la tierra al final del proyecto, y un 15 % a los ingresos por aparcería.
- Una estimación de TIR para el inversor de un 9,3% para el escenario según el Prospecto. Sensibilizado el flujo financiero el rango de las TIRs varía entre 2,8% y 15,2%, en el peor y el mejor escenario respectivamente, según se detalla en el prospecto de emisión. Considerando las últimas proyecciones de FAO-OCDE (2018-2027), CARE considerando escenario menos favorable estimó que la TIR podría ubicarse entorno al 7%, como se desarrolla en el capítulo correspondiente.

## 2. Información analizada y procedimientos operativos

La información analizada fue la siguiente<sup>1</sup> :

- Borradores de prospecto de emisión, contrato de fideicomiso, contrato de aparcería y protocolos de inversión y de gestión.
- Modelo de contrato de prenda sin desplazamiento, de documento de emisión de CP's, compromiso de suscripción e integración, contrato de agente de pago, Contratos de Entidad Representante.
- Estados Contables al 30/6/2018 de Bearing Agro con informes de compilación.

<sup>1</sup>. CARE aun debe recibir la documentación definitiva antes de la Emisión.

- Estados Contables del Fiduciario
- Informe jurídico (Anexo I).
- Antecedentes de fideicomiso anterior Tierras Irrigadas

De acuerdo al Manual de Procedimientos de CARE para calificar finanzas estructuradas, el presente estudio se divide en cuatro capítulos, que se corresponden con lo que en el manual se denominan áreas de riesgo a saber:

- a) El papel o instrumento financiero, en este caso los certificados de participación.
- b) La administración en este caso Bearing Agro SA y TMF Uruguay el fiduciario.
- c) Los activos subyacentes y flujos esperados.
- d) El entorno de mercados y políticas públicas, que pueden afectar el éxito del instrumento por incidir en la capacidad de la administradora de cumplir el mandato determinado en la constitución del fideicomiso.

Los procedimientos operativos seguidos en este caso, se encuentran detallados en el correspondiente manual. En esencia implican un modo de asociar en una única matriz de análisis, factores de riesgo cualitativos y cuantitativos, agrupados y ponderados según el punto de vista del comité de calificación, para culminar ese análisis en un puntaje que se equivale con una nota.

## II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

Se ofrecen en oferta pública certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas II, creado por contrato correspondiente de fideicomiso financiero que fuera firmado el 24 de mayo de 2018. Este contrato, los certificados y los demás contratos citados se analizan en la presente sección.

### 1. Descripción general

<b>Denominación:</b>	Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas II.
<b>Fiduciario:</b>	TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A.
<b>Operador/ Aparcero:</b>	Bearing Agro S.A.
<b>Agente de Registro y Pago:</b>	TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A.
<b>Entidad Representante:</b>	Bolsa de Valores de Montevideo.
<b>Cotización bursátil:</b>	Bolsa de Valores de Montevideo.
<b>Organizador:</b>	AUREN Asesor fiscal y Bragard Asesor legal
<b>Títulos a emitirse:</b>	Certificados de participación
<b>Activos del Fideicomiso:</b>	Inmuebles rurales, infraestructura de riego, aparcería, entre otros.
<b>Moneda:</b>	Dólares
<b>Importe de la Emisión:</b>	Hasta USD 150.000.000
<b>Plazo del Fideicomiso:</b>	15 años.
<b>Distribuciones:</b>	Bianuales, con vencimientos en el 15 de abril y el 15 de setiembre de cada año.
<b>Calificadora de Riesgo:</b>	CARE calificadora de Riesgo
<b>Calificación de Riesgo:</b>	BBB (uy)

## 2. El análisis jurídico

El análisis jurídico se agrega en el Anexo I (Informe de Contingencias Jurídicas). El mismo procura descartar cualquier eventualidad de conflictos derivados por ejemplo de la construcción jurídica, los contratos respectivos, el cumplimiento con normas vigentes, etc.

Al inicio del informe, en la misma introducción ya adelanta *“De la compulsión de la documentación se puede adelantar como concepto general que 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 el retorno de la inversión en los Certificados de Participación a emitirse”*.

El informe recorre diferentes aspectos del contrato de fideicomiso, haciendo énfasis en la suscripción e integración diferida, en el objeto, y en los derechos de los beneficiarios. También analiza las contingencias subjetivos (del fiduciario, del agente/aparcero y de los fideicomitentes beneficiarios) y las objetivas (las autorizaciones administrativas y la delimitación de obligaciones e Incumplimiento grave del Agente/Aparcero) del riesgo jurídico de estructura. Destaca especialmente que el Aparcero garantiza al Fideicomiso el cumplimiento de sus obligaciones mediante la constitución de un derecho real de prenda sin desplazamiento sobre el 23% del cultivo de granos, las cosechas y las indemnizaciones que correspondan en caso de pérdida de los bienes objeto de la prenda.

Finalmente concluye: *“...En conclusión y contemplando todos los aspectos involucrados, el negocio fiduciario cuenta con un razonable grado de cobertura, no advirtiendo 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 y considerando que esta es una operación análoga a una anterior, se concluye que el *riesgo jurídico de estructura se considera 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, puede llevar un tiempo difícil de determinar y en algunos casos podría ocasionar una pérdida de parte del capital invertido. *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 inscripta 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.

Al 30 de junio de 2018, TMF Uruguay AFISA presenta estados contables intermedios con informe de revisión limitada de la firma KPMG. Un resumen de los principales rubros del estado de situación y resultados a dicha fecha y su comparativo con ejercicios anteriores se presenta en los cuadros siguientes.

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

Concepto	30/6/2018	31/12/2017	31/12/2016
<b>Activo</b>	<b>46.787</b>	<b>43.151</b>	<b>26.024</b>
Activo Corriente	1.822	1.752	2.367
Activo no Corriente	44.965	41.399	23.657
<b>Pasivo</b>	<b>34.637</b>	<b>33.069</b>	<b>16.706</b>
Pasivo Corriente	34.637	33.069	16.706
Pasivo no Corriente	-	-	-
<b>Patrimonio</b>	<b>12.150</b>	<b>10.082</b>	<b>9.318</b>
<b>Pasivo y Patrimonio</b>	<b>46.787</b>	<b>43.151</b>	<b>26.024</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>0,05</b>	<b>0,05</b>	<b>0,14</b>

Fuente: EE.CC TMF

**Cuadro 3: Estado de Resultados (en miles de \$)**

Concepto	30/6/2018	30/6/2017	31/12/2017
Comisiones ganadas	5.026	2.133	6.712
Costo Servicios Prestados	(542)	(644)	(820)
<b>Resultado Bruto</b>	<b>4.484</b>	<b>1.490</b>	<b>5.892</b>
Gastos Administración y Vtas.	(2.047)	(1.543)	(3.968)
<b>Resultado Operativo</b>	<b>2.437</b>	<b>(54)</b>	<b>1.924</b>
Resultado Financiero	(28)	157	(792)
IRAE	(341)	(122)	(368)
<b>Resultado del Periodo</b>	<b>2.068</b>	<b>(19)</b>	<b>763</b>

Fuente: EE.CC TMF

Como se desprende de los cuadros precedentes, la firma mantiene patrimonio positivo. Si bien no tiene un buen indicador de liquidez (aspecto que no es novedoso) 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 (aspecto destacado en el informe de la firma auditora KPMG).

Al 30/6/18, TMF Uruguay AFISA administra cuatro fideicomisos financieros de oferta pública, incluyendo este y otros tres de distintos tipos.

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

## 2. Bearing Agro S.A.

Se trata en este caso de la evaluación acerca de su capacidad de ejecutar el proyecto productivo. 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 reuniones personales con los principales de la misma; pero fundamentalmente a través de la experiencia de haber calificado una operación totalmente análoga a ésta cuya emisión de USD 50 millones se produjo en setiembre de 2016 y que hasta la fecha ha cumplido satisfactoriamente con el plan de negocios propuesto. De todos estos aspectos, que componen la opinión del Comité, se da cuenta sintéticamente a continuación.

### 2.1. Antecedentes

Bearing Agro S.A es una Sociedad Anónima cerrada con domicilio en Montevideo constituida el 20 de mayo de 2011. Sus acciones están representadas en títulos físicos nominativos emitidos en un 100% a nombre de personas físicas. Cierra ejercicio al 30 de junio y su actividad principal es el cultivo de cereales (excepto arroz), legumbres y semillas.

Con fecha 14 de setiembre de 2017 se aprobó por asamblea de accionistas el ingreso de nuevos accionistas del exterior, así como la integración de USD 3 millones en efectivo.

El capital autorizado de la sociedad asciende, a junio de 2018, a \$ 525 millones habiéndose integrado \$ 75.868.290 equivalentes a USD 2.145.065. La sociedad no cuenta con acciones preferidas con dividendos obligatorios que ameriten su clasificación como pasivos.

El grupo de socios locales que integra Bearing Agro S.A. ha venido actuando en el mercado de tierras de Uruguay desde el año 2001, asistiendo y asesorando a varios clientes internacionales y locales en múltiples procesos de adquisición de campos. Han realizado transacciones inmobiliarias junto a empresas como Eufores/ENCE, Forestal Oriental, UAG, El Tejar, MSU, Breeders and Packers Uruguay, Hillock Capital, entre otros tantos inversores particulares

En 2008, junto a un equipo de ingenieros agrónomos argentinos, el grupo de socios locales creó Consultagro S.A., una empresa uruguaya especializada en la tecnología de riego aplicada a cultivos tradicionales como maíz, soja, trigo, cebada y sorgo. Con el aporte del equipo de técnicos argentinos, Consultagro S.A. se convirtió en una firma importante en agricultura y sistemas de riego. Su trayectoria muestra más de treinta proyectos ejecutados y cien equipos funcionando, principalmente en Argentina.

Los profesionales de Bearing (fundamentalmente argentinos y uruguayos), además, administran o asesoran actualmente o en el pasado cercano, aproximadamente 100.000 has de agricultura, formando parte en Uruguay de empresas como Unicampo, firma dedicada al asesoramiento y explotación agropecuaria, Evera SAC (Noble Group Uruguay), seleccionando campos para la explotación agrícola, Consultagro S.A. Tecnología en Riego, firma dedicada al diseño y ejecución de proyectos de riego mecanizado, manejo productivo de establecimientos con riego, distribuidor para Uruguay de Pivots y Lineales T-L (Nebraska USA), caños y accesorios de Mexichem Argentina S.A. asesoramiento y administración agropecuaria. Abrenty S.A. firma dedicada a la explotación agropecuaria.

En 2016 Bearing Agro SA lanzó al mercado uruguayo el Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas por un total de USD 50 millones; la emisión de los certificados de participación, de oferta pública, fueron suscriptos e integrados en un 100%. Bearing participó en el mismo con la suma de USD 3.75 millones. Dicho Fideicomiso se encuentra en pleno desarrollo, ya se adquirió el 100% de las tierras previstas en el plan de negocio y se está culminando con la instalación de sistemas de riego. El mismo es calificado por CARE y, hasta el momento, ha merecido grado inversor constituyéndose en el antecedente más relevante como demostración de idoneidad para llevar adelante esta operación. El juicio se ha visto fortalecido también por visitas de este comité de calificación a campos administrados por dicha firma.

## 2.2. Integrantes del equipo de Bearing Agro S.A.

Una relación completa y detallada del equipo técnico de la sociedad puede consultarse en el Prospecto Informativo por lo que no tiene sentido reiterarlo acá. Basta decir que el equipo básico es el mismo que ha conocido CARE desde la anterior operación. A modo de síntesis y por su alta especialización en el área específica de esta operación se destaca:

- Francisco Pitt; Enrique Garbino y Carlos O'Brien en la gestión administrativa y general de las operaciones.
- Daniel Feller y Alvaro Bertini en la planificación y ejecución de los proyectos agrícolas
- Ricardo Alberto Kosterlitz en la planificación y ejecución de la infraestructura de riego

## 2.3. Situación económico financiera

La firma cierra ejercicio el 30 de junio de cada año siguiendo la lógica de los ejercicios agropecuarios. El último que CARE tuvo a la vista fue el ejercicio cerrado al 30/6/18. El mismo presenta un patrimonio contable positivo superior a USD 3 millones pese a que el ejercicio fue deficitario.

Como se ha dicho, la actividad principal de la firma ha sido la actividad agrícola en campos de terceros, siendo su principal bien de uso la maquinaria y equipos. Destacan varios contratos de aparcería y arrendamiento de obra en campos de un fideicomiso análogo a éste.

## 2.4. Fideicomitente

Bearing, en tanto sponsor del proyecto, es también Fideicomitente comprometiéndose a aportar hasta el 7,5 % del total de la emisión con un máximo de USD 11,25 millones. Esto se hará según el régimen de integración diferida descrito en el Prospecto mientras dure el periodo de inversión establecido en un máximo de 5 años desde la fecha de la primera integración.

Asimismo se compromete a mantener dichos CP's por un plazo no menor a 5 años y si vende después de esa fecha, deberá conservar, como mínimo, el equivalente al 3 % de los CP's emitidos.

Esto no es nuevo para la sociedad ya que asumió el mismo compromiso en el anterior fideicomiso. En aquel caso, la integración fue de USD 3.75 millones y fue cumplida en tiempo y forma. Al hacer la referencia líneas arriba sobre la situación económica y financiera de Bearing, se decía que contaba con un patrimonio contable de USD 3 millones lo que no parece suficiente como para afrontar este compromiso, es de suponer que, llegado el caso, deba recurrir a nuevos aportes de capital, algo que ya ocurrió en el pasado reciente.



### 3. Gobernanza

En el diseño del Fideicomiso, Bearing Agro S.A. es el aparcerero por las tierras adquiridas; es el agente encargado de identificar los predios adecuados en función del modelo de negocios aprobado y descrito detalladamente en el Prospecto (esto es, basado en agricultura bajo riego); es el encargado de diseñar el plan de inversiones (particularmente en infraestructura de riego) que posibilite el cumplimiento del objeto del Fideicomiso.

Para ello cuenta con los recursos humanos y económicos descritos en las líneas precedentes, pero además, se crea un **Comité de Vigilancia** con amplias facultades de contralor sobre las acciones emprendidas o recomendadas por Bearing que por otra parte están sujetas al cumplimiento de protocolos y contratos que especifican y acotan su accionar (en particular los Contratos de Fideicomiso y de Aparcería).

Debe velar también por el cumplimiento de las metas de desempeño mínimo propuestas, las que están establecidas en la cláusula 7.2 del Contrato de Fideicomiso.

***En conclusión, este Comité considera que Bearing Agro S.A. está en condiciones de realizar satisfactoriamente aquellas acciones que posibiliten el cumplimiento del plan de negocios del presente Fideicomiso.***

### 4. Riesgos considerados:

**Riesgo jurídico**, por incumplimiento de alguna disposición por parte del fiduciario o del aparcerero, agente o fideicomitente. El mismo se encuentra pormenorizadamente analizado y acotado en los contratos analizados. *Riesgo 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, 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; 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 es prácticamente inexistente. *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 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.

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

El Fideicomiso no realizará por sí la explotación de los predios productivos sino que procurará generar rentas celebrando contratos de aparcería para la actividad principalmente agrícola. El agente aparcerero para la actividad agrícola será en exclusividad Bearing Agro SA y la renta consistirá en el 23% (veintitrés por ciento) de la producción bruta que se obtenga. Asimismo se establece una renta mínima y en el caso que se superen ciertos rendimientos por hectárea, el porcentaje de arrendamiento se va incrementando pudiendo llegar hasta el 27%. En las áreas no susceptibles de realizar agricultura se podrá desarrollar actividad ganadera, forestal y/o recreativa, así como también otras actividades que permitan generar ingresos. Estas actividades no-agrícolas podrán ser realizadas directamente por el Bearing Agro o por terceros, pero siempre bajo la responsabilidad éste, y en todos los casos deberá contar con la aprobación previa del Comité de Vigilancia.

El patrimonio fiduciario estará constituido por los siguientes bienes y derechos que conforman el presente Fideicomiso: i) los fondos recibidos producto de la colocación de los Certificados de Participación; ii) los Predios Productivos adquiridos y todas las mejoras existentes en los mismos o las que se incorporen en el futuro (incluyendo los Sistemas de Riego); iii) los derechos y acciones derivados de la documentación contractual suscripta en el proceso de adquisición y enajenación de los Predios Productivos, cualquiera sea la modalidad contractual empleada (boletos de reserva, promesa de compraventa, compraventa definitiva); iv) los importes obtenidos como consecuencia de la enajenación de los Predios Productivos; v) la Retribución de los Contratos de Aparcería; vi) los derechos y acciones derivados de todos los contratos que el Fiduciario suscriba por el Fideicomiso, sin que implique limitación los siguientes: Contrato de Agente de Pago, Contrato(s) de Aparcería, Contrato de Entidad Registrante, Contrato de Entidad Representante y Contrato(s) de Prenda de Granos y la(s) Garantía(s) de Integración; vii) las Inversiones Permitidas y los frutos derivados de las mismas; viii) las indemnizaciones a las que eventualmente tenga derecho el Patrimonio Fiduciario derivadas de relaciones contractuales o por daño extracontractual; ix) los fondos existentes en las Cuentas Fiduciarias; x) los derechos de cobro de las pólizas de seguro cedidos y endosados a favor del Fiduciario por el Fideicomiso, conforme a lo previsto en la cláusula 8.6 del contrato; xi) cualquier otro bien o derecho derivado de los bienes y derechos referidos precedentemente.

Las proyecciones económicas se presentan por un período igual a la duración del fideicomiso, o sea 15 años, sin considerar la posibilidad de la adición de los tres años previstos en el contrato de fideicomiso.

El modelo financiero que se presenta supone 5 opciones sobre la base de diferentes porcentajes de aprovechamiento agrícola y de riego de los campos, lo que implica diferentes áreas totales y por actividad, variaciones en los precios de compra, rotaciones de cultivos, y la presencia o no de forestación. En la siguiente tabla se presentan los principales supuestos de cada uno de los modelos.

**Cuadro 4: Indicadores de los diferentes modelos productivos**

Concepto	1	2	3	4	5
Precio de la hectárea (USD)	5.510	4.874	7.464	6.991	6.210
Superficie Total (has)	22.685	25.236	16.707	17.836	20.079
Superficie Agrícola (has)	10.357	10.234	13.604	11.891	11.747
Superficie Irrigada (has)	7.410	6.826	8.831	8.125	7.979
Superficie Forestada (has)	3.674	4.601	-	-	1.718
Superficie Ganadera (has)	4.286	5.368	1.551	3.419	3.433
TIR despues de impuestos.	9,2%	9,3%	9,4%	9,2%	9,3%

Fuente: CARE en base al Modelo Financiero

Los modelos se diferencian por los precios de compra de la tierra que responden a diferentes porcentajes de área agrícola sobre el total; cuanto mayor es el porcentaje de superficie agrícola mayor es el precio de la tierra y por tanto la superficie a comprar es menor. En el caso del precio más alto el 81% de la superficie es agrícola, en ese caso se adquieren 16.707 hectáreas de las cuales 13.604 son agrícolas. En el otro extremo con un precio de 4.874 dólares por hectárea se adquieren 25.236 hectáreas de las cuales 10.234 son agrícolas, un 40% del total. Como puede observarse en el cuadro, en los modelos de menor precio son mayores las superficies destinadas a la producción de carne así como también aparecen las opciones de destinar área a la forestación.

Las tasas internas de retorno de los 4 modelos no muestran diferencias significativas variando entre 9,2 y 9,4%, considerando los criterios utilizados en el escenario base.

Los supuestos utilizados en las proyecciones, con excepción de la esperada evolución de los precios de los productos agrícolas, son compartidos por CARE,. Estos son:

- Razonable monto asignado a la inversión inicial.
- Estimación completa de gastos.
- El punto clave, la estimación del incremento real en el valor de los campos (5,5% anual) parece razonable que ocurra, en especial a largo plazo, es decir más allá de desviaciones inter anuales, y teniendo presente además la evolución esperada de la inflación americana y teniendo presente el valor agregado por la infraestructura de riego.

- Los precios y los rendimientos esperados a juicio de CARE resultan razonables.
- El crecimiento esperado en el precio de los commodities de un 5% nominal.

A juicio de CARE este porcentaje de incremento en los precios de los productos agrícolas y que por lo tanto determina la evolución del ingreso por arrendamientos, es relativamente más alto que el esperado por las diversas fuentes consultadas<sup>2</sup>, que coinciden en que la recuperación de los precios en el mediano plazo apenas si alcanzarán a compensar la inflación norteamericana (entre 1,7 y 2%). 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 arrendamiento del fideicomiso podrían llegar a verse incrementados en ese guarismo 5%). En este sentido, se realizan diversas sensibilizaciones por parte del estructurador y también por CARE, a los efectos de analizar en qué medida una menor o nula valorización del precio de la tierra o del valor de los arrendamientos afectarían el retorno del inversor.

**Cuadro 5. Supuestos básicos del proyecto agrícola**

Cultivo	Rendimientos iniciales en Kg/ha			Precios al inicio del proyecto
	Secano	Riego	Media nacional	
Trigo	4.000		3.160	185
Cebada	4.000		3.084	167
Soja 1	2.700	3.800	2.079	350
Soja 2	2.500			
Maiz 1		10.500	5.179	185

Fuente: El Modelo Financiero, CMPP, DIEA

## 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 de 9,3% en el escenario base (5,5% de aumento del precio de la tierra y 5% de aumento de precios agrícolas). Estas tasas se estimaron en base a supuestos físicos y de una evolución de los precios de la tierra razonables, pero relativamente optimistas para los precios de los granos, como ya se mencionó.

En el siguiente cuadro se muestra el flujo de fondos que refiere al modelo 5 y será el que se considera para realizar las sensibilizaciones.

**Cuadro 6. Flujo de Fondos del Proyecto (cifras en millones de dólares)**

Años >	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
Inversión en tierra	21,3	42,5	42,5	21,3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Inversión en riego	3,8	7,5	7,5	3,8	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Venta de Tierra	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	427,2	
IRAE venta tierra	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(49,3)	
Resultado (*)	-	0,3	1,7	3,1	3,3	3,6	3,6	3,9	4,1	3,6	3,9	4,1	4,4	4,7	4,9	5,3
Flujo de Fondos	(25,0)	(49,7)	(48,3)	(21,9)	3,3	3,6	3,6	3,9	4,1	3,6	3,9	4,1	4,4	4,7	4,9	481,8
TIR	9,30%															

(\*) Ingresos de aparecías menos costos de comercialización, del fideicomiso, gastos, etc.

Fuente: Modelo Financiero

Las variables clave en las proyecciones del flujo de fondos refieren a la evolución esperada del precio de la tierra, la evolución esperada del precio de los productos agrícolas y la productividad de la hectárea producto de la implementación de la infraestructura de riego y la proporción de área regada en los campos. A su vez, existe un diseño del modelo de negocio que mitiga diferentes riesgos inherentes a la actividad agrícola. A continuación se mencionarán las más relevantes:

**(a) Pago mínimo.**

El contrato de aparcería, hace que el retorno del Fideicomiso esté alineado a la evolución del negocio agrícola. Tanto en lo que refiere a aspectos físicos de la producción como en los relativos al precio de los productos. Según la modalidad del contrato de aparcería, el aparcerero se obliga a abonar pagos variables que oscilarán por factores inherentes a la productividad y al precio. En lo que refiere a los factores inherentes a la productividad, el contrato de Fideicomiso establece un pago mínimo, poniéndole un piso al pago en volumen físico del agente aparcerero<sup>3</sup>. Este mínimo mitiga en parte, el riesgo “productivo” del proyecto. Por otra parte, como ya fuera comentado, en la medida de los rendimientos superen ciertos niveles, el porcentaje del contrato de aparcería se verá incrementado hasta llegar a un máximo de 27%.

**(b) Estrategia de cobertura para la volatilidad de corto plazo de precios.**

La política de comercialización realizada por el agente/aparcerero establece un diseño de estrategias de cobertura que reducen la volatilidad del precio de los granos (Estrategia Swap a precio fijo, Opciones Put, entre otras). Este diseño, mitiga en parte el riesgo inherente a la volatilidad de corto plazo del precio de los productos que influyen de forma relevante en el ingreso por aparcería del fideicomiso.

**(c) Coberturas de seguros.**

Con la implementación de los sistemas de riego, el riesgo de déficit hídrico y sequía están adecuadamente mitigados. Para prevenir aún más los eventos más frecuentes que afectan la producción, el aparcerero implementará una política de seguros. Este diseño (sistemas de riego y coberturas de seguros) mitiga en parte el riesgo inherente a la fase productiva.

El siguiente cuadro 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.

<sup>3</sup> El Pago Mínimo bajo los Contratos de Aparcería será el equivalente en dinero al precio de 600 kg de soja por hectárea agrícola efectivamente explotada con dicho grano por Año Agrícola y a 1.200kg de maíz por hectárea agrícola efectivamente explotada con dicho grano por Año Agrícola.

**Cuadro 7. Sensibilidad TIR a la tasa de crecimiento anual del precio de la tierra y granos**

Var. % precio Tierra	Variación del precio de los granos				
	0,00%	2,50%	5,00%	7,50%	10,00%
-1,0%	2,8%	3,3%	3,9%	4,6%	5,4%
0,0%	3,6%	4,1%	4,6%	5,3%	6,1%
1,0%	4,5%	4,9%	5,4%	6,0%	6,8%
2,0%	5,3%	5,7%	6,2%	6,8%	7,5%
3,0%	6,2%	6,6%	7,1%	7,6%	8,3%
4,0%	7,2%	7,5%	7,9%	8,4%	9,1%
5,0%	8,1%	8,4%	8,8%	9,3%	9,9%
5,5%	8,6%	8,9%	9,3%	9,7%	10,3%
6,0%	9,0%	9,3%	9,7%	10,2%	10,7%
7,0%	10,0%	10,3%	10,6%	11,1%	11,6%
8,0%	11,0%	11,2%	11,6%	12,0%	12,4%
9,0%	12,0%	12,2%	12,5%	12,9%	13,3%
10,0%	13,0%	13,2%	13,5%	13,8%	14,2%
11,0%	14,0%	14,2%	14,5%	14,8%	15,2%

Fuente: Modelo financiero

Se observa que en el escenario más desfavorable, (con una valorización negativa de -1% anual en el precio de la tierra y una nula variación en los precios y costos de los bienes agropecuarios), la TIR del inversor se situaría en 2,8%.

Vale la pena mencionar que este escenario es de muy baja probabilidad:

- El precio de la tierra ha evidenciado en Uruguay una tendencia de largo plazo creciente. Es un bien escaso, que conjuntamente con una demanda creciente de alimentos en el mundo presiona al alza el valor de este factor de producción. Asimismo, el avance tecnológico, que aumenta la productividad, hace que se valore aún más. Como se verá en la Sección V, sobre la base de una larga serie de precios de la tierra solamente en un año de los últimos 33 la evolución anual del precio de la tierra en períodos de 15 años estuvo por debajo de cero. A su vez, la liquidación final del activo tierra puede diferirse hasta tres años, de modo de mitigar una baja de precios en el año 15.
- Por su parte todos los especialistas coinciden en que si bien los precios se mantendrán relativamente estancados en el mediano plazo, habrá seguramente en todos los casos incrementos moderados, aunque por debajo de la inflación de EEUU. (véase la Sección V).

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. Ello vuelve razonable el guarismo de 5,5% de incremento anual de valor, lo que fortalece el análisis. Del mismo modo las hipótesis de ingresos por aparcería consideran básicamente movimientos de precios, no considerando movimientos en la productividad para dar más consistencia a las proyecciones. En este sentido, 5% de incremento anual solo de la productividad física, podría ser muy alto, pero podría aceptarse ese porcentaje considerando un poco de precio y otro de rendimiento.

## 2.1 Replanteo del Flujo de Fondos

En el flujo de fondos presentado en el modelo de negocios, los supuestos fundamentales para la obtención de la TIR son en parte compartidos (evolución del precio de la tierra, rendimientos, etc.). No obstante lo anterior, los precios agrícolas, cuya evolución registra algunas diferencias entre especialistas, presentan a juicio de CARE, algunas motivos de replanteo que justifican realizar otros cálculos. En base a ello y tomando los fundamentos de la Sección V del presente informe, CARE recalculó el Flujo de Fondos suponiendo trayectorias de precios menores a los proyectados en el modelo de negocios. Las trayectorias de precios se basaron en las proyecciones del USDA, de FAO-OCDE y del Banco Mundial<sup>4</sup>. Se consideró un 2,5% de aumento para los ingresos por arrendamientos, porcentaje que considera un leve aumento en los precios nominales pero también un aumento en la productividad esperada.

Asimismo, a los efectos de estresar aún más el flujo financiero se supuso que el aumento del precio de la tierra fuera de un 3,5% anual, o sea un poco menos de la mitad del comportamiento histórico.

El nuevo escenario calculado por CARE en base a los nuevos supuestos de precios de los productos agrícolas e incremento en los precios de la tierra disminuye la TIR a 7,0%. El efecto de la baja en las proyecciones de precios agrícolas y valores de la tierra, determina una reducción significativa en la rentabilidad esperada, aunque se mantiene aún en valores razonables. Esta reducción se explica en mayor medida por la reducción en las estimaciones esperadas en los incrementos de los precios de la tierra, ya que si solamente se afectan los precios de los productos agrícolas la TIR apenas se reduciría a 8,8%.

## 2.2 Análisis de riesgo, escenario volátil.

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

A modo de estresar el modelo, CARE definió escenarios de menor evolución de precios de la tierra y de los productos agrícolas, que los presentados en el prospecto de emisión así como una alta volatilidad de su comportamiento. Como ya fuera expuesto. Éstos son los dos factores críticos de riesgo del modelo, los que tienen una incidencia directa en los indicadores de rentabilidad del proyecto, especialmente el que refiere al precio de la tierra

En el cuadro 8 se indican los valores esperados de los factores mencionados para la simulación en la que se supuso que sus valores fluctúan de acuerdo con distribuciones de probabilidad normales. En el caso del precio de la tierra el valor medio de incremento anual es de 4% con un desvío estándar del 2%; para el caso de la evolución de los precios de los productos agrícolas la media sería del 2,5% también con un desvío estándar del 2%.

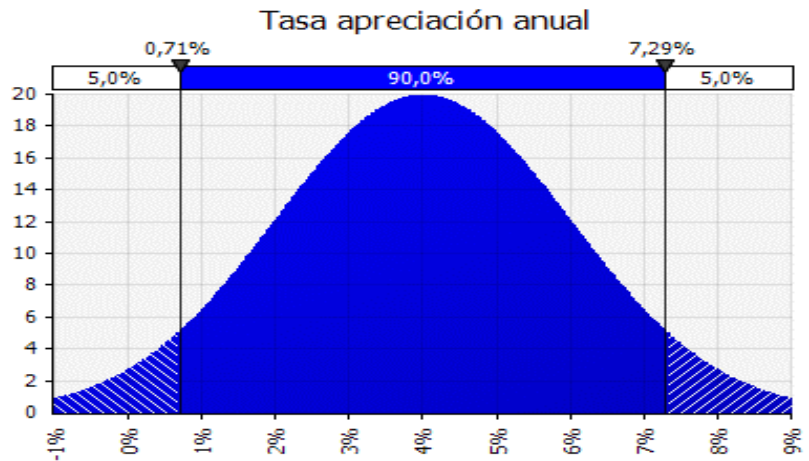
<sup>4</sup> OCDE FAO. Perspectivas agrícolas 2018 – 2027, USDA Agricultural projections to 2027 (febrero 2018) y World Bank Commodity Markets Outlook (abril de 2018 con proyecciones a 2030).

Cuadro 8.		Variables sensibilizadas		
Variable	Distribución	Media	Mínimo	Máximo
Variación anual del precio de la tierra	Normal	4,00%	-1,00%	9,00%
Variación anual del precio de los productos	Normal	2,50%	-3,00%	8,00%

Fuente: CARE

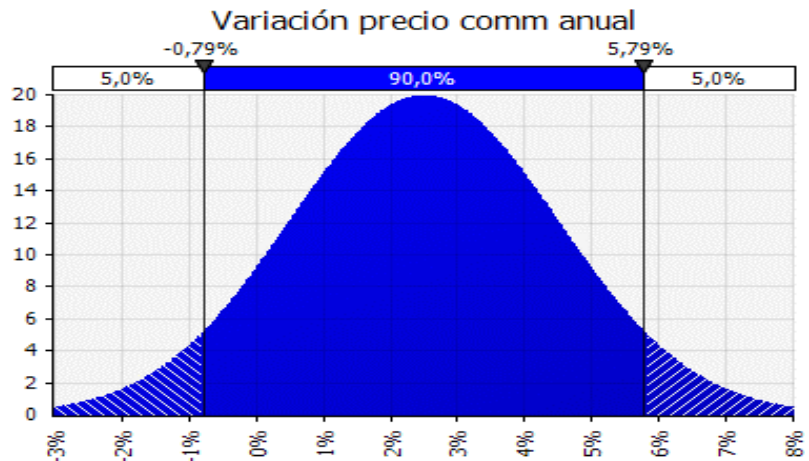
Se estimó una simulación de 1000 simulaciones y 100 iteraciones y suponiendo un escenario por demás volátil para las dos variables que representan el total de los ingresos del Fideicomiso. Para el caso del precio de la tierra, se supuso un comportamiento como describe la gráfica 1 Para el caso del valor del precio de los productos agrícolas, se supuso un comportamiento como describe la gráfica 2.

**Gráfica 1. Histograma de probabilidad del precio de la Tierra ante un escenario volátil.**



Variación anual precio del arrendamiento:  
Normal, con media 2,5% y desvío de 2%

**Gráfica 2. Histograma de probabilidad del precio de los productos agrícolas ante un escenario volátil.**





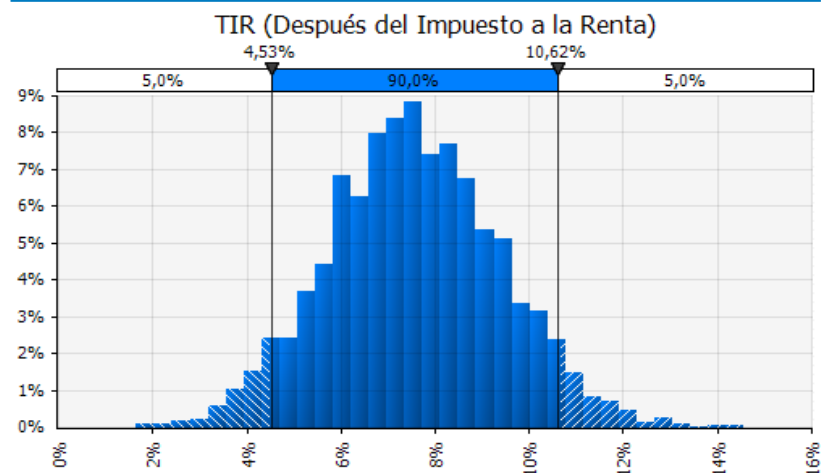
En base a los resultados obtenidos, la TIR esperada sería de 7,56% y evidencia un 95% de probabilidad de ubicarse en valores superiores al 4,53%; y un 90% de probabilidad de ubicarse entre 4,53% y 10,62%.

### Cuadro 9. Rentabilidad media, mediana, máxima, mínima y desvío

	Min.	Mediana	Prom.	Max.	Desv. est.
TIR (%)	1,66	7,53	7,56	14,57	1,82

Fuente: CARE

### Gráfica 3. Histograma de probabilidad de la TIR ante un escenario volátil.



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

## 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>5</sup>, 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>6</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 utiliza el modelo de valoración CAPM (Capital Asset Pricing Model) y, siguiendo a Damodaran<sup>7</sup> adicionamos a éste una prima que contempla el riesgo específico del mercado en el que se ejecuta el proyecto. En consecuencia para el cálculo del costo de los fondos propios se aplica la siguiente fórmula:

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

Donde:

E(ri): Tasa de retorno esperada del capital

: Riesgo sistemático propio respecto del riesgo de mercado<sup>8</sup>

<sup>5</sup> El prospecto de emisión supone una tasa de descuento del 7%.

<sup>6</sup> Weighted Average Cost of Capital

<sup>7</sup> A. Damodaran, "Estimating Equity Risk Premiums" Stern School of Business.

<sup>8</sup> Se consideraron los betas promedio de empresas de producción primaria de bienes agrícolas en mercados emergentes según A. Damodaran

rf : tasa libre de riesgo

E (Rm) – Rf: Prima de Riesgo país. Es el premio por riesgo específico al mercado que opera el proyecto.

Erp: Prima por riesgo específico a la compañía o proyecto evaluado

Para definir la tasa libre de riesgo 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 demasiado 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 el que el rendimiento se ubicaba entre 5 y 7%, cuando en los últimos diez años, ese rendimiento se ubicó en 2,48%.

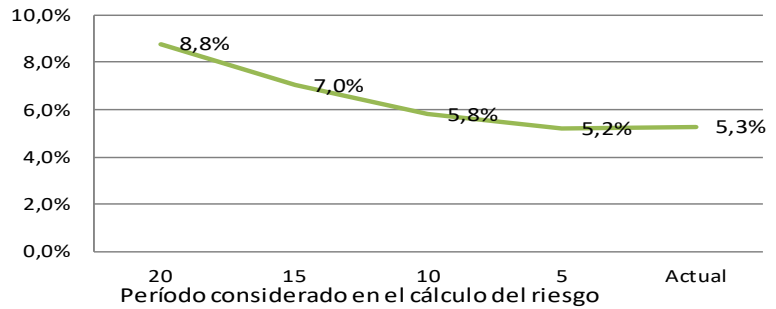
Por su parte el riesgo país, medido a través del índice UBI de República AFAP, también incorpora datos "anómalos" cuando se incluye el período de la crisis de 2002. Si bien es una realidad que la economía uruguaya atraviesa en determinados períodos crisis de esa magnitud, no se considera probable que ello pueda ocurrir en el futuro mediano plazo. Si se consideran los datos de este indicador para el promedio de los últimos 15, 10, ó 5 años, e incluso a valores actuales, se arriba a tasas menores.

Por estos motivos, a los efectos de calcular el costo de oportunidad del capital se tuvieron en cuenta los niveles de riesgo actuales, que son aquellos sobre los cuales los inversores deben tomar las decisiones. En este sentido, para el caso del rendimiento de los bonos americanos se consideró 2,86% un valor menor al promedio de los últimos años pero superior al de los años más recientes. Para el riesgo país (índice UBI), se consideraron 158 puntos básicos que corresponde al valor de agosto, un nivel sensiblemente más bajo que en el pasado reciente, pero que responde a la situación actual.

Aplicando estos valores se llega a una tasa de retorno esperada para el capital propio del 5,27%. Este valor es inferior a la TIR esperada del inversor en CPs (9,3%) según el prospecto de emisión y equivalente (7,0%) a la reestimada por CARE para un escenario más adverso, 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.

Ambos indicadores, bonos del tesoro de EEUU e índice UBI, han tenido un aumento en los meses más recientes, lo que determina un incremento en el costo de oportunidad del capital y es un cambio en la tendencia de los últimos años. De mantenerse este comportamiento, desmejoraría el valor actual neto del flujo. No obstante este cambio de tendencia, por el momento el costo de oportunidad esperado del capital se ubica por debajo de la TIR esperada del proyecto.

**Gráfica. 4. Evolución de la TIR esperada del capital, según distintas fechas de cálculo**



Fuente: CARE

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

### Riesgos considerados:

**Riesgo de generación de flujos.** A partir de lo anterior se trata de señalar la capacidad de generar los flujos en el plazo pactado. Considerando además el permanente seguimiento que 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 ajenas a la empresa y refieren al marco general. Tienen que ver con la evolución esperada de los mercados interno o internacional de insumos y productos, 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 de la calificación, el cúmulo de barreras está relativamente sujeto a disciplinas predecibles, aunque el reciente conflicto EEUU/China abre posibles interrogantes. Permanece en cambio como riesgo el de políticas públicas asociado a los permisos administrativos. En este sentido vale aclarar que esta calificación cobra pleno sentido sólo si se pueden desencadenar los procedimientos previstos en el plan de negocios vinculados con la compra de la tierra y la implantación de la infraestructura de riego.

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 siguientes aspectos favorables sobre el negocio agrícola que fueron argumentados en el prospecto de emisión.

- Los productos agrícolas-alimenticios aumentan tendencialmente de valor por la demanda mundial debido a cambios demográficos (aumento del 40% en la población al 2050) y al crecimiento económico, particularmente, en las economías en desarrollo.
- El crecimiento de las ciudades y la urbanización, provocan un doble efecto. Por un lado aumenta la demanda de alimentos vía “mercado” y por otro, disminuye el área agrícola cultivable en el planeta.
- En Uruguay, el sector agrícola ha evidenciado un importante crecimiento en la siembra, que si bien ha decrecido en los años más recientes, mantiene un área anual de cultivo en el entorno de las 1,6 millones de hectáreas.
- Dado que los rendimientos físicos planteados están lejos de la frontera tecnológica, bien puede esperarse que en el tiempo se logren productividades crecientes.
- Existe seguridad comercial secundada por el fácil acceso a los principales mercados y variadas opciones de comercialización en los rubros de exportación.
- Posibilidades de mejora en la infraestructura y logística en el mediano plazo que aumentarían los márgenes.

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 tanto de la tierra como de los productos agropecuarios, 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; c) los países emergentes, que fueron el sostén de la década, mediante el sostenido aumento de la demanda derivada del crecimiento económico, muestran un enlentecimiento en esa dinámica determinando una reducción de la tasa de crecimiento de la demanda por las materias primas y los alimentos y d) el conflicto comercial entre Estados Unidos y China puede llegar a modificar las reglas de juego del comercio de muchos productos, entre ellos la soja.

Si bien actualmente se registra una recuperación de las tasas de crecimiento en el mundo, no se proyecta una reedición de los niveles de precios registrados en los primeros años del siglo.

## 4.2 Sobre el precio de los productos agrícolas - alimenticios

La trayectoria esperada de los precios de los productos agrícolas afectan el resultado de la inversión, aunque en mucho menor proporción que los precios de la tierra. Como fue mencionado en la sección anterior, los aspectos vinculados a la volatilidad y riesgo productivo están debidamente mitigados. Sin embargo, la trayectoria de mediano y largo plazo de los precios afecta aproximadamente el 15% de los retornos de la inversión.

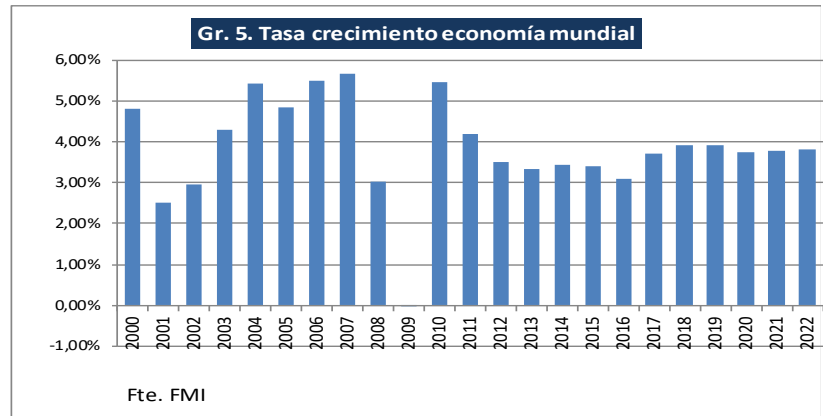
Los precios de los productos agrícolas han visto modificada las trayectorias crecientes exhibidas desde el primer lustro del siglo hasta 2014 en el mundo y en Uruguay. El mercado internacional de los granos atravesó una prolongada fase de precios altos (en términos históricos), en un escenario de precios 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, se destaca el crecimiento de la soja en primer lugar, el maíz en segundo y el trigo en tercero. El aumento del comercio de granos en el mundo se aceleró notablemente en la última década, creciendo a una tasa 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, aunque ésta será muy lenta, y probablemente por algunos años en porcentajes por debajo de la inflación en Estados Unidos por lo que si bien podrían crecer en valores nominales no lo harían en términos reales..



El Informe sobre las perspectivas de la economía mundial del FMI de abril de 2018, confirma que *“la reactivación de la economía mundial que empezó hacia mediados de 2016 ha ganado fuerza y amplitud”*. Asimismo establece que se *“prevé que las economías avanzadas, en conjunto, mantendrán su expansión por encima de las tasas de crecimiento potencial este año (2018) y el que viene (2019) antes de desacelerarse, mientras que en las economías de mercados emergentes y en desarrollo el crecimiento aumentará antes de estabilizarse”*. Según el informe, la economía mundial creció 3,8 en 2017 y crecerá 3,9 en 2018 y 2019.

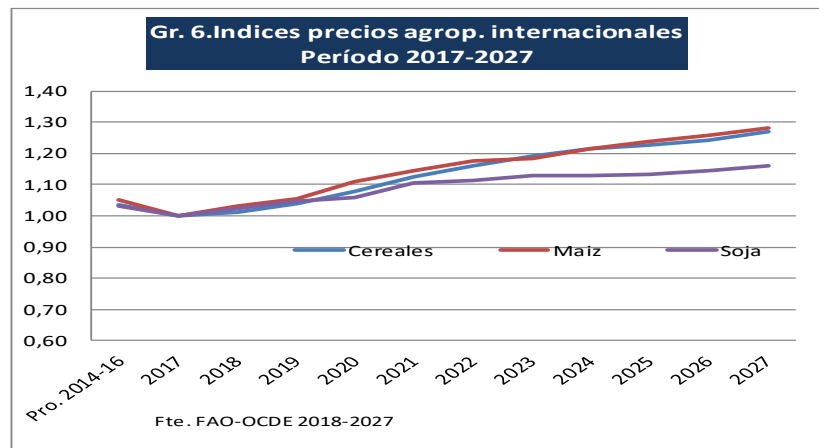
Las perspectivas del Banco Mundial, OCDE - FAO y el USDA<sup>9</sup> coinciden en describir un panorama de recuperación de los precios de productos agropecuarios durante la próxima década, pero también coinciden en que no será un incremento sustancial, apenas para mantenerse en términos reales o incluso bajar levemente.

La última publicación anual de FAO-OCDE Agricultural Outlook 2018-2027, dice que *“una década después del brusco aumento de los precios de los alimentos de 2007-08, las condiciones en los mercados agrícolas mundiales son ahora muy diferentes. La producción ha crecido notablemente en todos los productos básicos y en 2017 alcanzó los mayores niveles registrados para la mayoría de los cereales, tipos de carne, productos lácteos y pescados, mientras que las existencias de cereales alcanzaron máximos históricos. Al mismo tiempo, el crecimiento de la demanda comenzó a debilitarse. Gran parte del impulso a la demanda durante la última década provino del aumento de los ingresos per capita en la República Popular China, que estimuló la demanda del país de carne, pescado y piensos. Esta fuente de crecimiento de la demanda se está desacelerando, pero las nuevas fuentes a escala mundial no son suficientes para mantener el crecimiento general. Como resultado, se espera que los precios de los productos agrícolas básicos se mantengan bajos. Los altos niveles de existencias actuales también hacen poco probable un repunte en los próximos años”*<sup>10</sup>.

En esta misma publicación se presenta una proyección de precios al 2027, en donde los aumentos anuales serían de 1,5% para soja y de 2,0% para maíz y trigo.

<sup>9</sup>. OCDE FAO. Perspectivas agrícolas 2018 – 2027, USDA Agricultural projections to 2027 (febrero 2018) y World Bank Commodity Markets Outlook (abril de 2018 con proyecciones a 2030).

<sup>10</sup>. Se refiere a que no habría repunte en términos reales, ya que el mismo documento plantea que si habrá pequeños incrementos en los precios nominales.



Por su parte, el Banco Mundial actualiza periódicamente su proyección de precios de las commodities. La última actualización es de abril de 2018, muestra cómo los precios de todos los rubros se espera tengan un sostenido crecimiento, aunque a tasas bajas (en el entorno del 2% anual hasta 2030). El USDA también espera incrementos en los precios, pero menores a la inflación esperada

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

Cultivo	FAO-OCDE	Banco Mundial	USDA
Maíz	2,0%	2,0%	1,1%
Soja	1,5%	2,1%	0,5%
Trigo	2,0%	2,0%	1,2%

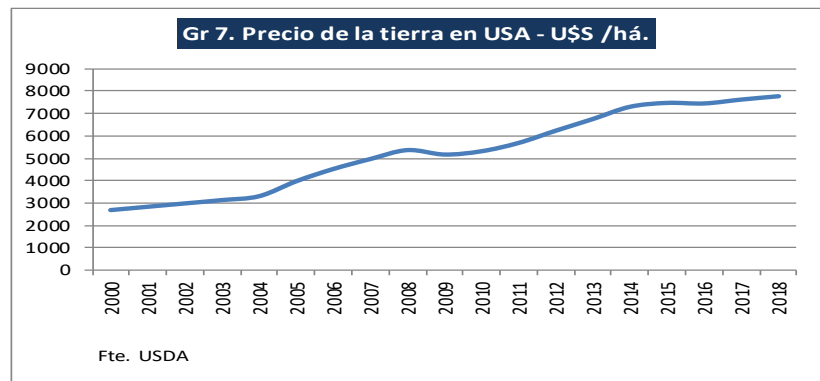
Fuente: CARE

### 4.3 Sobre 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, y una leve recuperación en el 2017, según reporta la Dirección de Estadísticas Agropecuarias del MGAP para el promedio de las operaciones en todo el país.

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

En lo que respecta, en particular al precio de la tierra en Estados Unidos, continúa la fase ascendente hasta 2015 para estabilizarse, mostrando una leve caída en 2016, y en 2017 ya retoma la tendencia al crecimiento. El precio en Estados Unidos cayó únicamente en los primeros años de la década del ochenta ante el cambio de la política monetaria denominado "Plan Volker" y en menor medida, después de la crisis financiera de Lehman Brothers, y en forma muy moderada. Cualquiera de los dos shocks negativos en el nivel de precios, fueron revertidos en pocos años. En 2018, los precios de la tierra (promedio) aumentaron un 2%.



El USDA, reporta también el comportamiento de los precios de las tierras irrigadas y sin riego, 18 diferentes estados o regiones. El reporte de 2017, ratifica el comportamiento citado en anteriores ocasiones, y que en términos promedio implica para ese país en los 18 estados/regiones y en los últimos siete años, el precio de las tierras irrigadas es un 182% mayor que el de las no regadas.

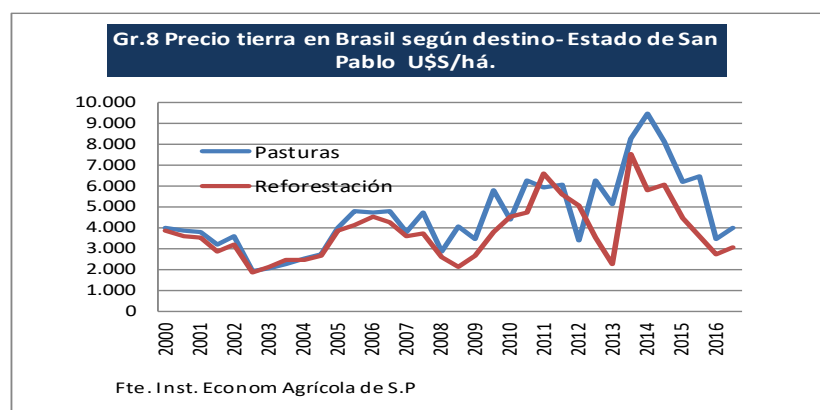
**Cuadro 11. Porcentaje de apreciación de la tierra en**

	2011	2012	2013	
<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>Promedio</b>
Media general (18 estado/región)		170%	173%	168%
180%	190%	189%	207%	182%
Media ponderada (10 estado/región)		96%	120%	108%
123%	129%	129%	128%	119%

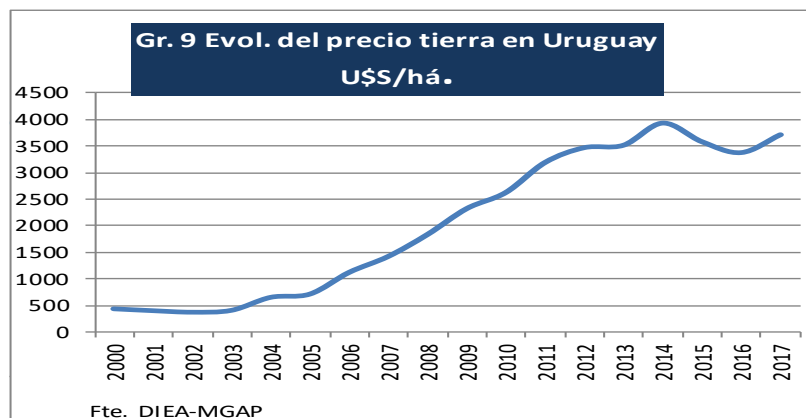
Fuente: elaborado en base a datos de USDA

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

<sup>11</sup>. Esta información refiere al promedio de transacciones en todo el país y por lo tanto de tierras destinadas a diferentes usos y de diversas calidades. En el año 2017 y para el promedio del país el precio de la tierra subió casi un 10% aunque hubo departamentos en donde los precios bajaron (Colonia -13%, Durazno -33%, Rivera -32%)



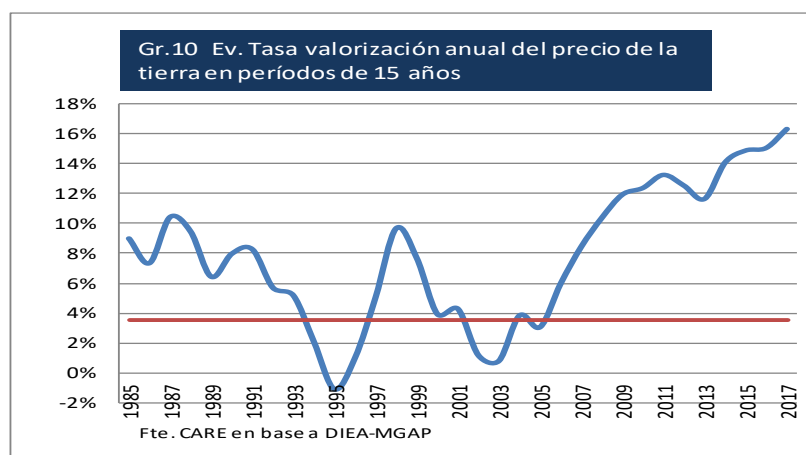




La valorización del precio de la tierra es un componente muy importante de ingreso final del fideicomiso (85%) por lo que lo que finalmente ocurra con su comportamiento tendrá una contribución sustancial con el retorno final de la inversión. El modelo financiero supuso una valorización acumulativa anual 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.

Para ello CARE analizó con la información de los precios de la tierra (en dólares corrientes) de una serie de 47 años (1970 a 2017) 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 7,8%.
- No obstante en la serie aparecen 5 años en donde el aumento acumulativo anual en periodos de 15 años es menor al 3,5%, 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 a posibilidad de extender el plazo por hasta tres años más, pudiéndose evitar de esta forma que se deba vender en una coyuntura muy desfavorable



#### 4.3 Las políticas públicas, el riesgo político

El riesgo de políticas públicas sería 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. En los últimos años, las AFAPs ya han adquirido certificados de participación de inversión de este tipo, lo que de alguna manera atenúa este riesgo político, y por el momento no se lo considera afectando significativamente el desarrollo del proyecto.

No se perciben condiciones que permitan advertir mayores amenazas de las que se mencionaron líneas arriba.

**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

# CARE

## CALIFICADORA DE RIESGO

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>12</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



Ing. Agr. Adrián Tambler

<sup>12</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.

## ANEXO I INFORME JURIDICO

## **“FIDEICOMISO FINANCIERO TIERRAS IRRIGADAS II”**

### **Informe Jurídico**

#### **I – Introducción**

El negocio fiduciario proyectado consiste en la constitución de un patrimonio

de afectación autónomo, mediante la emisión de Certificados de Participación y con los recursos así obtenidos ejecutar el Plan de Negocios consistente en la adquisición de inmuebles rurales para desarrollar la estrategia comercial diseñada así como inversiones en riego; todo ello de acuerdo a las estipulaciones explicitadas en el Prospecto Informativo de la Emisión y en sus anexos contractuales, en particular el Contrato de Fideicomiso Financiero. Con ello se espera conferir a los inversores una rentabilidad periódica durante la vida del Fideicomiso y un retorno adicional en la liquidación de la estructura.

Son las partes constituyentes del Fideicomiso Financiero: el Fiduciario **TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos SA y Bearing Agro SA** como Fideicomitente y en la medida que se obliga a suscribir e integrar parte de los Certificados de Participación. Asimismo Bearing Agro SA queda vinculado en el propio contrato constitutivo como **Agente** del proyecto y será quien lleve a cabo la explotación en calidad de **Aparcero**, rol a desempeñar al tenor del Contrato de Aparcería que deberá otorgar junto al Fiduciario.

El presente informe está elaborado a partir del análisis del Prospecto Informativo en su versión borrador (setiembre de 2018) y los siguientes contratos firmados en mayo de 2018 con las modificaciones propuestas (setiembre/2018):

- (i) Contrato de Fideicomiso Financiero;
- (ii) Modelo de Contrato de Aparcería;
- (iii) Modelo de Contrato de Prenda sin Desplazamiento;
- (iv) Modelo de Documento de Emisión de Certificados de Participación;
- (v) Compromiso de Suscripción e Integración y
- (vi) Contrato de Entidad Representante.

De la compulsión de la documentación se puede adelantar como concepto general que 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 el retorno de la inversión en los Certificados de Participación a emitirse.

## II – El Contrato de Fideicomiso Financiero. Cláusulas centrales

En este capítulo explicamos en forma sucinta los hitos centrales del negocio fiduciario plasmados en el Contrato de Fideicomiso Financiero (en adelante el Contrato).

### 1. Objeto. Patrimonio. Plazo

El objeto contractual consiste en la constitución de un patrimonio de afectación autónomo a través del vehículo del fideicomiso financiero de acuerdo al artículo 25 de la Ley 17.703. El Fideicomiso emitirá Certificados de Participación (en adelante CP) mediante oferta pública por hasta un monto de U\$D 150.000.000 y los montos resultantes de la colocación serán destinados a la implementación del Plan de Negocios (Anexo C del Contrato).

De acuerdo a dicho Plan de Negocios, la principal inversión del Fideicomiso será la compra de los inmuebles rurales (**Predios Productivos**), según las recomendaciones y gestiones desarrolladas por el Agente y el proceso interno para la adquisición de los predios, todo lo cual se encuentra reglamentado en las cláusulas 6 y 7 del Contrato.

El Fideicomiso no realizará directamente la explotación de los predios, sino que generará una renta a través de la celebración de un Contrato de Aparcería, mediante el cual el Aparcerero (en principio Bearing Agro), tomará los campos para desarrollar la explotación agrícola. Como contraprestación abonará al Fiduciario, en relación a la explotación agrícola, el **23% de la Producción Bruta** que se obtenga, con la posibilidad de incrementar dicha alícuota de Retribución a favor del Fiduciario cuando la producción de soja y/o maíz bajo riego supere determinados volúmenes. En garantía de esta Retribución, el Aparcerero se obliga a constituir a favor del Fiduciario una prenda sin desplazamiento sobre el 23% de los cultivos de granos en los Predios Productivos. En los contratos de Aparcería (según modelo Anexo A del Contrato), se replica esta cláusula de precio para la explotación agrícola. La explotación pecuaria será eventual y su precio será pactado en cada contrato de Aparcería en base a la opinión del Comité de Vigilancia.

La inversión en riego, cuya finalidad es incrementar la producción, será realizada con cargo al Patrimonio Fiduciario en base al presupuesto elaborado por el Agente aprobado por el Comité. Según la cláusula 8.9 del Contrato y el Plan de Negocios, será Bearing Agro en su rol de Agente quien se responsabiliza por la ejecución de las Instalaciones de Riego en los Predios Productivos. Con la toma de posesión del predio por parte del Aparcerero, comenzará a ejecutarse la Inversión en Riego estimándose un lapso promedio de 12 meses con un máximo de 18 meses.

El Fiduciario queda facultado para invertir, bajo instrucción del Agente, determinados fondos líquidos en los productos financieros detallados taxativamente en la cláusula 11.5, bajo el rótulo de Inversiones Permitidas.

**El Patrimonio Fiduciario** está minuciosamente definido en la cláusula 3 del Contrato y comprende los fondos provenientes de la emisión de los CP y todos los bienes, derechos y acciones emergentes de la titularidad de los Predios Productivos aplicados a la explotación; conformando un patrimonio de afectación autónomo que constituye la **única fuente de recursos para la satisfacción del derecho emergente de los CP**.

La cláusula 4 del Contrato establece un **plazo de 15 años** a contar desde la fecha de emisión correspondiente a la Primera Integración. Este plazo, no obstante, podrá verse reducido o ampliado en las hipótesis previstas en los apartados 4.2 y 4.3 respectivamente.

## **2. Emisión. Suscripción e Integración Diferida**

El Fiduciario procederá a emitir los Certificados de Participación al tenor de las disposiciones del artículo 25 de la Ley 17.703 y según los parámetros diseñados en la cláusula 5 del Contrato. Los valores serán **escriturales y de oferta pública** y se emitirán por **hasta USD 150.000.000** y con un **mínimo de USD 50.000.000**.

En cuanto al procedimiento de emisión (suscripción, adjudicación e integración) se hará en dos etapas según el diseño en el Prospecto Informativo y lo dispuesto por la cláusula 5.2 del Contrato, a cuya lectura cabe estar. En este segmento se destacan algunos aspectos de ese procedimiento.

En primer lugar, la división de inversionistas en dos tramos según su perfil, con un tramo para los Minorista y un tramo General para aquellos inversores institucionales o sofisticados. Para ambos tramos se dispone una primera etapa del período de suscripción por hasta U\$D 138.750.000. En la segunda etapa, Bearing Agro SA como sponsor del proyecto y Fideicomitente se obliga en forma irrevocable a suscribir en firme la totalidad de CP ofrecidos en la segunda etapa, esto es el 8,2% de los montos suscritos en la primera etapa con un tope de U\$D 11.250.000 y según lo pactado en el "Compromiso de suscripción e integración" suscripto conjuntamente con el Fiduciario. Bearing Agro SA se obliga a mantener esta participación en el Fideicomiso por el lapso de cinco años contados desde la adjudicación de los CP que suscriba. Vencido dicho plazo podrá enajenar valores pero manteniendo una participación mínima del 3% de los CP emitidos y en circulación.

### 3. Derechos de los Beneficiarios

Están contemplados en la cláusula 9 del Contrato. Los CP confieren derechos a participar en el producido y el remanente del patrimonio fiduciario, lo que se traduce en un derecho de crédito de renta variable, exigible en los siguientes momentos y condiciones: a) el derecho a percibir los Pagos Periódicos, semestralmente los días 15 de abril y 15 de setiembre respectivamente, el remanente de los ingresos derivados de la explotación de los Predios Productivos, subordinado a la deducción previa de todos los conceptos señalados en C. 9.1 A) (i); b) en cada ocasión que se produzca una Liquidación Parcial, percibirán el remanente del Precio Neto de Venta de los Predios Productivos, con idéntica subordinación que en el párrafo anterior y c) en todo supuesto de Liquidación Total, el derecho a percibir la totalidad de los fondos líquidos del patrimonio fiduciario según los estados contables a la fecha de liquidación y en forma subordinada a la deducción previa de los fondos necesarios para cancelar los gastos del fideicomiso y la constitución de la Reserva Fija (cláusula 19.2). En todos los casos naturalmente los pagos serán en proporción a las respectivas participaciones en el total de Valores emitidos.

### III – Contingencias jurídicas de la estructura

Bajo este acápite se analizan los riesgos jurídicos, que podemos segmentar en aquellos relacionados con la capacidad y legitimación de los constituyentes y los que refieren -atendiendo especialmente al interés de los inversores-, al estricto cumplimiento del Plan de Negocios en aras de la satisfacción de su derecho patrimonial en el Fideicomiso.

#### III.1. Capacidad y legitimación de los contrayentes

**Del Fiduciario.** El Prospecto Informativo da cuenta que TMF URUGUAY Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos SA, está autorizada por el Banco Central del Uruguay para desarrollar actividades como fiduciario en fideicomisos financieros desde el mes de **mayo de 2007**, de conformidad con las disposiciones de las leyes 16.774 y 17.703.

**Del Agente y Aparcero.** BEARING AGRO SA está constituida bajo las leyes de nuestro país el 20.5.2011, sus estatutos fueron aprobados por la AIN el 7.6.2011 e inscriptos en el Registro Nacional de Comercio el 22.6.2011. Sus acciones están representadas en títulos físicos nominativos cuya totalidad pertenece a personas físicas. De la reseña histórica consignada en el Prospecto se infiere que las operaciones y actividades comprometidas en el presente emprendimiento se encuentran comprendidas en su objeto contractual. Cabe precisar que en el año 2016 Bearing Agro lanzó el Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas, negocio que se encuentra en funcionamiento y se vienen cumpliendo a satisfacción.

**De los Fideicomitentes Beneficiarios.** En cuanto los futuros Titulares de CP (beneficiarios), los requisitos de capacidad y legitimación deberán ser analizados en atención a las particularidades personales o institucionales de cada inversor; tanto en lo atinente a la operación bursátil como para participar en el contrato. Cabe recordar que Bearing Agro es fideicomitente constituyente del fideicomiso en virtud del compromiso irrevocable de inversión en CP, lo cual lo convierte asimismo en Beneficiario de la estructura.

En suma, las partes se encuentran autorizadas por el ordenamiento jurídico a participar en el negocio fiduciario proyectado y ***no se advierten obstáculos para la validez y eficacia de las obligaciones que asumen.***

### **III.2. Riesgos de incumplimiento de los Certificados de Participación**

Como viene dicho, este bloque estará dedicado al estudio de aquellos aspectos estructurales más destacables desde la perspectiva de los beneficiarios y en orden al óptimo cumplimiento del Plan de Negocios. A nuestro juicio hay tres aspectos que merecen destaque:

- a) las autorizaciones administrativas que deberán gestionarse en diferentes momentos de la vida del fideicomiso;
- b) la delimitación de las obligaciones de las partes y en especial las soluciones convencionales ante eventuales incumplimientos de Bearing Agro en la ejecución del binario haz obligacional que asume como Agente y Aparcero; y
- c) las herramientas de acceso a la información, fiscalización y control que se atribuyen a los Titulares en relación a la marcha del negocio con especial énfasis en la gobernanza a cargo del Comité de Vigilancia.

#### **a. Las autorizaciones administrativas**

**a.1.** En primer lugar y en el marco del "Procedimiento de adquisición" (cláusula 7 del Contrato y apartado VIII del Prospecto), se debe cumplir con las disposiciones de la Ley 18.092 y modificaciones (leyes 18.172, 18.461 y 18.638). La norma fue reglamentada por Decreto 225/007, modificado parcialmente por el Decreto 201/008 y establecen una serie de limitaciones a la titularidad de inmuebles rurales y explotaciones



agropecuarias. Como principio se establece que las sociedades anónimas podrán ser titulares de tales derechos siempre que su capital social se encuentre representado por acciones nominativas y pertenecientes en su totalidad a personas físicas.

Esta regla tiene una serie de excepciones que se extraen de la sucesión de normas legales y reglamentarias antedichas. En este ámbito de excepción se encuentran los fiduciarios de fideicomisos financieros comprendidos en la Ley 17.703 y en el caso que nos ocupa, se configura la hipótesis disciplinada en el artículo 2 del Decreto 225/007 en redacción dada por el artículo 2 del Decreto 201/008. Esta autorización debe ser gestionada por el Fiduciario asistido por el Agente, ante el MGAP individualizando los inmuebles seleccionados. Deberá además solicitarse y obtenerse la autorización en cada oportunidad que se quiera ampliar la superficie de tenencia.

En este sentido cabe anotar que si bien nada sugiere que el Fiduciario no obtenga la autorización para ser titular de los inmuebles rurales, se debe considerar que la denegatoria firme constituye **una causal de extinción anticipada del Fideicomiso (cláusula 4.2 del Contrato)**. Es razonable suponer, habida cuenta del plazo que insume la tramitación de dicha autorización en relación al programa de integración de los CP, que en este supuesto de extinción ya se encuentre parte, sino la totalidad de las integraciones cumplidas, máxime si consideramos que la causal no se configura con el acto denegatorio, sino cuando el mismo ha quedado firme, lo cual implica el agotamiento de la impugnación administrativa y en su caso la jurisdiccional. En puridad, hablar de extinción anticipada equivale a resolución del contrato, debiendo verificarse en el supuesto las restituciones del capital integrado que por derecho correspondan.

La solución de esta particular contingencia encuentra una solución genérica – aplicable a cualquier hipótesis de extinción –, en la cláusula 19.1 del contrato de Fideicomiso. En efecto, cuando leemos la cláusula 9.1 referente a los derechos que otorgan los Valores, en su apartado (III) se establece el derecho de crédito en la *“totalidad de los fondos líquidos (...)”* y que resulten *“de los estados contables a la fecha de liquidación del Fideicomiso”*. El artículo se refiere al evento de *“Liquidación Total”* definida como la liquidación *“que procede en caso de terminación del Fideicomiso (con excepción de la Cuenta Reserva), conforme lo dispuesto en la cláusula Décimo Noveno del contrato de Fideicomiso”*. Y el primer inciso de esta cláusula 19 reza: ***“En cualquiera de los supuestos de extinción del Fideicomiso establecidos en la cláusula Cuarto del presente, el Fiduciario procederá a la Liquidación Total del Patrimonio Fiduciario, con excepción de la Cuenta Reserva”***. La cláusula 4 establece todas las causales de extinción, esto es, las normales (cumplimiento del objeto, vencimiento del plazo), y las extraordinarias allí mencionadas, entre las cuales se encuentra la hipótesis aquí analizada.

Sin perjuicio de la solución normativa antedicha, es necesario anotar que la estructura establece una buena herramienta para mitigar el riesgo patrimonial frente a la eventual negativa de la autorización original, a saber: la prerrogativa de suscribir promesas de compraventa bajo las disposiciones de la Ley 8.733, y aun pagando el 100% del precio para obtener la posesión del predio, de tal forma que la única obligación pendiente será la escrituración definitiva, sujeta a la condición de obtener la autorización administrativa.

**a.2.** El resto de las autorizaciones no presentan la disyuntiva anotada pues su cumplimiento es de verificación concomitante con el desarrollo de la explotación agrícola. En efecto, las autorizaciones de ampliación de tenencia de tierras están pautadas por un régimen de aceptación tácita si en el plazo de 30 días a partir de la solicitud, el Poder Ejecutivo no la observa. Si fuera observado o denegado, el fiduciario podrá recurrir conforme a derecho, pero en este caso no es causal de extinción del fideicomiso y la denegatoria de ampliación de tenencia no luce como un obstáculo insalvable para la correcta ejecución del Plan de Negocios. Cumplido lo anterior y adquiridos los predios o en su caso suscritas las promesas de compraventa, el Aparcero en tanto sociedad anónima con acciones nominativas cuyos titulares son personas físicas, podrá realizar la explotación sin necesidad de gestionar una autorización singular.

**a.3. Autorizaciones relacionadas con el uso y manejo de suelos y aguas.** En este segmento cabe tener en cuenta la autorización para el *“uso privativo de aguas del dominio público con destino a riego”* reglamentada en la Ley 16.858 “Riego con Destino Agrario” (con las modificaciones de la Ley 19.553), que exige para la hipótesis de marras, la obtención de una concesión o permiso ante el MTOP si se cumplen los siguientes requisitos acumulativos (artículos 3 y 4): existencia de agua disponible en calidad y cantidad acorde a la reglamentación administrativa; que el solicitante cuente con un plan de uso de suelos y aguas aprobado por el MGAP (Decreto Ley 15.239 y modificaciones de Ley 18.564) y que el gestionante acredite ser propietario o titular del usufructo o goce de los suelos donde se harán las instalaciones de riego. Como se aprecia, el cumplimiento de estas gestiones corresponde al Aparcero, lo cual se desprende del tenor del artículo 8.8 del Contrato de Fideicomiso y con mayor detalle en el elenco de obligaciones que asume en el Contrato de Aparcería. Así, la cláusula 6.2 de este contrato en los literales (b) y (c) refieren a las obligaciones de cumplir con la normativa vigente y los requerimientos de la Administración relativas al uso y conservación de suelos y agua, rotación de cultivos, etc. El último numeral de la cláusula (**n**) obliga al Aparcero a *“tramitar y mantener vigentes las autorizaciones, permisos y habilitaciones nacionales o municipales que sean necesarias en virtud del destino, uso o goce del predio productivo”*.

Si bien no está expresamente mencionado en el contrato, no debe perderse de vista lo dispuesto por el Decreto 349/005 (Ley 16.466), que exige la tramitación de la AAP (Autorización Ambiental Previa) ante la DINAMA-MVOTMA, cuando la extracción de agua supere determinados niveles (artículo 2 num. 25 a 27).

**a.4.** Ofrecimiento al Instituto Nacional de Colonización. Más que una autorización se trata de despejar la opción de fuente legal en favor del INC (artículo 35 y 70 de Ley 11.029 en redacción dada por artículo 15 de Ley 18.187), como paso previo a la compra por el fideicomiso. Sobre el punto cabe señalar que el ejercicio de este derecho debe instarse no únicamente en el proceso de adquisición (cláusula 7.3 del Contrato), sino asimismo cuando el fideicomiso se disponga a liquidar su patrimonio (tanto en situación de Liquidación Parcial o Total).

## **b. Delimitación de obligaciones. Incumplimiento grave del Agente Aparcero**

### **b.1. Agente vs Fiduciario**

El inversor deberá estar en lo medular a las obligaciones que asume el Agente en la cláusula 6 del Contrato. A la interna del fideicomiso, el artículo detalla todas las tareas que debe prestar al Fiduciario y al Comité de Vigilancia y que pueden englobarse con el concepto de asistencia. El proceso de adquisición de los predios productivos es neurálgico y el Agente compromete en él toda su experiencia. El contrapeso o expresión de bilateralidad lo encontramos en la cláusula 10 que regula las obligaciones, facultades y prohibiciones que asume el Fiduciario en la estructura. Más allá de aquellas impuestas por la propia ley 17.703, cotejadas ambas cláusulas en armonía, se aprecia una debida delimitación de las obligaciones de ambas partes. Asimismo y en cuanto al régimen de responsabilidad, que en la especie es claramente subjetiva, en ambos casos se pacta que los supuestos de dolo o culpa grave fungen de justa causa de remoción resuelta en Asamblea de Titulares por Mayoría Especial. Esto surge de la cláusula 6.5 para el Agente. En cuanto al Fiduciario, la solución convencional es similar. La cláusula 16.1 establece el mismo mecanismo y mayoría para decidir la remoción por justa causa, entendida como *“...por dolo o culpa grave si dicho incumplimiento no fuere subsanado dentro de los 30 días hábiles siguientes...”*. A su vez, la cláusula 15.2 establece: *“El Fiduciario sólo será responsable por los daños y perjuicios que fueran consecuencia directa de su actuación dolosa o cuando haya incurrido en culpa grave (...), la cual deberá ser declarada por sentencia judicial firme o un laudo arbitral firme...”*.

### **b.2. Agente vs Aparcero**

Corresponde hacer algunas referencias a las posibles dicotomías que pudieran derivarse de la ejecución simultánea de las obligaciones que asume Bearing Agro como **Agente** (Contrato de Fideicomiso) y como **Aparcero** (Contrato de Aparcería). Esta vinculación subjetiva de los contratos se vuelve particularmente relevante cuando se regulan las distintas hipótesis de rescisión, pues si bien se conciben como plexos obligacionales independientes donde las causales de rescisión – particularmente el incumplimiento - pueden configurarse respecto de uno de estos contratos sin afectar al otro, lo cierto es que resulta previsible que tales circunstancias hagan mella en la confianza depositada entre las partes.

Parecerían ser estas las razones por las cuales si comparamos el régimen de rescisión y renuncia previsto para uno y otro rol en el diagrama del Contrato de Fideicomiso: cláusulas 6.5, 6.6 para el Agente y 8.11 para el Aparcero. En efecto, se ha optado por crear una simetría de tratamiento. Así, en ambos casos se prevén tres hipótesis ante las cuales la Asamblea de Titulares por Mayoría Especial puede resolver los contratos de Agente o Aparcería, que son el incumplimiento grave por parte del Agente o el Aparcero según el caso, la disolución o concurso del Agente o el Aparcero cuando lo habilita la ley y la tercer hipótesis que es precisamente donde se aprecia la vinculación, la posibilidad de rescindir el contrato con el Agente, cuando se ha configurado una causal de rescisión del contrato de Aparcería, o rescindir el contrato de Aparcería cuándo se ha configurado una

causal de rescisión bajo el Contrato de Fideicomiso.

## **c. Gobernanza del Fideicomiso. La Actuación del Comité de Vigilancia**

Sin desmedro del ámbito de acción de los beneficiarios a través de la Asamblea de Titulares, cuyas atribuciones se encuentran diagramadas en la cláusula 17 del Contrato, entendemos propicio detenernos en la actuación del Comité de Vigilancia pues asume en la estructura un papel protagónico e imprescindible (cláusula 18). La importancia de órgano radica en la necesidad de abatir los riesgos asociados a eventuales desvíos en la ejecución del plan de negocios, desarrollando una actividad de contralor permanente del cumplimiento de las obligaciones asumidas por el Agente Aparcero. En tal sentido, se prohíbe integrar dicho órgano con personas relacionadas al Fiduciario, al Agente, al Aparcero o personas con algún conflicto de intereses respecto a los mismos.

En relación a las atribuciones del órgano, se pueden clasificar en atribuciones o poderes de control, verificación e información, los cuales a su vez pueden dividirse según la etapa en que se verifican. A título enunciativo, el Comité de Vigilancia tiene las siguientes atribuciones:

**c.1 En la etapa inicial.** Verificar el proceso de selección de predios productivos (cláusula 7), expidiéndose sobre cada una de las propuestas de adquisición de inmuebles realizada por el Agente (7.1 y 7.3); controlar el cumplimiento de los plazos para la inversión y su eventual ampliación (7.2), así como verificar la planificación agronómica propuesta por el Aparcero y aprobar los planes de uso de suelos formulados por éste, antes de su presentación a las autoridades competentes. Se establece además que recibirá del Agente para su aprobación la estimación de los gastos que requerirá la ejecución de la Inversión en Riego en cada uno de los Predios Productivos, así como el presupuesto de reparaciones y mejoras a realizar en cada inmueble, en tanto que del Fiduciario recibirá para su aprobación el presupuesto de gastos proyectados del Fideicomiso.

En este apartado es dable consignar que se prevé la posibilidad de invertir en inmuebles rurales fuera del país, concretamente en Paraguay. En efecto, la cláusula 7.1 establece: *“...la posibilidad de que el Agente proponga la compra directa o indirecta (a través de una entidad, sociedad o cualquier modalidad de patrimonio de afectación con propósito específico) de inmuebles rurales en la **República de Paraguay** siempre y cuando dichas inversiones **no representen más de un 20% del total del monto previsto para la inversión y puesta a punto de los inmuebles. Dichos activos serán de carácter principalmente ganadero y deberán tener potencialidad de riego**”*. Es importante consignar que esta particular inversión requiere **la conformidad del Comité y la aprobación en Asamblea de la Mayoría Especial de Titulares** (voto de Titulares de CP por un valor superior al 75% de los CP emitidos y en circulación a la fecha en cuestión).

De concretarse esta novedosa iniciativa, determinará una adaptación de los plexos convencionales a las exigencias normativas paraguayas, tanto en lo atinente al marco regulatorio del mercado de valores como a la implementación productiva propiamente dicha.

**c.2. Durante la ejecución del Plan de Negocios.** Al Comité de Vigilancia corresponde controlar:

- i) el cumplimiento de las obligaciones que el Aparcero asume en el

Contrato de Fideicomiso (cláusula 8) y en el contrato de Aparcería;

- ii) validar los rindes informados por el Aparcero en cumplimiento del Plan de Negocios y de conformidad al denominado Protocolo de Fiscalización;
- iii) verificar el cumplimiento de normas de manejo y cuidado de recursos naturales renovables, obligaciones relacionadas con el uso de suelos y mantenimiento de los sistemas de riego;
- iv) aprobar la designación de tasadores propuestos por el Agente o los Titulares para el caso de enajenación de inmuebles (c. 20.1) y
- v) aprobar los presupuestos de gastos presentados por el Fiduciario y Aparcero.

**c.3. Información:** Debe informar trimestralmente sobre las tareas de contralor realizadas por el órgano, solicitar información al Fiduciario, Agente, Aparcero y Tasadores, teniendo la obligación de evaluar la información que a su vez le sea remitida, a cuyos efectos el contrato otorga a los miembros del Comité las más amplias facultades de inspección, de revisión, auditoria, consulta y ampliación respecto de la información que le fuera presentada, quedando incluso autorizados a contratar el asesoramiento de profesionales idóneos.

**c.4. En la etapa de liquidación.** Expedirse sobre la necesidad de actualizar las tasaciones de los inmuebles antes de iniciar el proceso de liquidación (cláusula 19.1), así como expedirse respecto de las propuestas de venta de bienes presentadas por el liquidador.

En definitiva la estructura prevé una fuerte participación del Comité de Vigilancia en todas las instancias de desarrollo del plan de negocios, extremo que puede valorarse muy positivo, a la vez que muy ambicioso si consideramos que sólo uno de sus miembros realiza tareas remuneradas.

#### IV – Apuntes finales

En primer lugar señalamos que en el Proceso de Adquisición (cláusula 7.3), es un acierto la utilización del mecanismo de suscribir un compromiso de compraventa al amparo de la Ley 8.733 en función del derecho real que otorga al adquirente a partir de la inscripción registral de la promesa.

En segundo lugar, respecto de las obligaciones del Aparcero – al margen de lo que viene de comentarse –, el Aparcero garantiza al Fideicomiso el cumplimiento de sus obligaciones mediante la constitución de un derecho real de prenda sin desplazamiento (artículo 3 Ley 17.228) sobre el 23% del cultivo de granos, las cosechas y las indemnizaciones que correspondan en caso de pérdida de los bienes objeto de la prenda (cláusula 4). Por su parte, en este “Contrato de prenda de granos”, se establece a texto expreso (cláusula 11), la opción entre la ejecución judicial o la extra judicial, que naturalmente deberá llevar a cabo el Fiduciario en los términos allí establecidos que en sustancia son conducentes a una rápida realización de los bienes afectados.

Finalmente, la redacción de la 19 del Contrato de Fideicomiso establece con sumo

detalle todas las etapas y contingencias que deben ser cumplidas en la instancia de Liquidación Total del Patrimonio; aspecto relevante en aras de la óptima defensa de todos los intereses y derechos en juego.

La estructura convencional cumple con los requisitos legales de constitución formal, individualización y publicidad de la propiedad fiduciaria así como la oponibilidad (artículos 2, 6 y 17 de la ley 17.703) y se previene su presentación al Banco Central del Uruguay a los efectos de lo previsto por el artículo 12 del Decreto Reglamentario 516/003.


Dentro de este marco normativo general son de aplicación las pautas de la Ley 17.703 sobre rendición de cuentas que recae sobre todo fiduciario (art. 18); obligación indelegable y que en el Contrato se encuentra diagramada en la cláusula 12.

En cuanto a la responsabilidad de las partes en el contrato de fideicomiso, la misma se rige por los principios generales y en particular el **Fiduciario deberá cumplir con el estándar del buen hombre de negocios** que prescribe el artículo 16 de la ley. Se trata de una responsabilidad subjetiva al decir: *“Si faltare a sus obligaciones será responsable frente al fideicomitente y al beneficiario, por los daños y perjuicios que resultares de su acción u omisión”*. A continuación aclara que en ningún caso podrá exonerarse de responsabilidad al fiduciario *“por los daños provocados por su dolo o culpa grave...”*; hipótesis donde lógicamente respondería con su propio patrimonio.

Por su parte, resultan de aplicación las normas de la Ley N° 18.627 en cuanto a la intervención de la Entidad Registrante (TMF Group) y las relativas a la Entidad Representante (BEVSA) de los Titulares (artículo 73) y lo dispuesto en el Contrato de Entidad Representante (Anexo IV del Prospecto).

***En conclusión y contemplando todos los aspectos involucrados, el negocio fiduciario cuenta con un razonable grado de cobertura, no advirtiendo contingencias jurídicas en el proceso de emisión.***

Montevideo, 2 de octubre de 2018



Dr. Leandro Rama