

CARE

CALIFICADORA DE RIESGO

ACTUALIZACIÓN DE LA CALIFICACION DE RIESGO DE CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN EN EL DOMINIO FIDUCIARIO DEL FIDEICOMISO FINANCIERO FONDO DE TIERRAS URUGUAY

Montevideo, abril de 2018

4	RESUMEN GENERAL
5	I INTRODUCCIÓN
8	II EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACION
10	III LA ADMINISTRACION
14	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS
20	V EL ENTORNO
27	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

Actualización de la Calificación Oferta Pública 26-de abril -2018

Denominación:	Fideicomiso Financiero Fondo de Tierras Uruguay
Fiduciario:	Winterbotham Fiduciaria SA Administradora de Fondos de Inversión.
Operador Administrador y Organizador:	Farm & Forestry Managment Services SRL
Agente de Registro y Pago:	Winterbotham Fiduciaria SA Administradora de Fondos de Inversión.
Entidad Representante:	Bolsa Electrónica de Valores Sociedad Anónima
Títulos emitidos:	Certificados de participación
Moneda:	Dólares americanos
Importe de la emisión:	USD 52.010.000
Fecha de la emisión:	24 de abril 2013
Plazo:	12 años
Distribuciones:	Anuales según resultados de ingresos por arrendamiento neto de costos y provisiones
Activos del Fideicomiso:	Proyecto de compra inmuebles rurales con destino a arrendamiento y explotación
Estructura:	Guyer & Regules
Vigencia:	30 de noviembre de 2018
Calificadora:	CARE Calificadora de Riesgo
Calificación de Riesgo:	BB (uy) ¹
Manual utilizado:	Manual Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros

¹ La calificación otorgada puede estar sujeta a modificación en cualquier momento según se deriva de la metodología de trabajo de CARE

Resumen General

CARE ha actualizado la calificación de los certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero Fondo de Tierras Uruguay con la nota BB (uy) de grado especulativo.

Esta ligera reducción de la nota se basa fundamentalmente en la persistencia de dificultades para la concreción del plan de negocios original, lo que supone un desmejoramiento de las estimaciones de resultados que de esto deriva.

Además de no concretarse niveles mínimos de arrendamientos, lo que a su vez ofrece dudas sobre la tasa de valorización esperada de los campos, el punto más relevante que sustenta la nota alcanzada, es la incertidumbre –ratificada en la presente actualización- en cuanto a la posibilidad de alcanzar TIRs aceptables a partir de la tasación realizada a fines de 2017, que informa que el valor del portafolio está un 18% por debajo del de la compra.

A modo de resumen, otros 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 jurídico de la calificación original (Véase www.care.com.uy).
- Una administración del fideicomiso en la que se han verificado diferencias en su gobernanza que no favorecen el buen funcionamiento del mismo.
- En este período se sigue verificando un desvío entre los ingresos de arrendamientos proyectados y los reales.
- Si bien han habido algunas mejoras parciales en la actividad de arrendamiento, por ejemplo el comienzo de un camino de explotación agrícola en los campos de Artigas y el inicio del arrendamiento ganadero de cierta magnitud en La Española, aún no se ha logrado una proporción global arrendada satisfactoria, que a 5 años de la emisión y 3 años del cierre del portafolio (sin perjuicio de eventuales prorrogas) no ha logrado superar el 50% (53% a abril de 2018, aunque con compromisos de futuro incierto).
- La reducción en los precios de los campos sumado a la baja ocupación de los mismos determina que el cap-rate alcanzado esté por debajo de diversas estimaciones, no solo las del prospecto original.

I. INTRODUCCIÓN

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para actualizar la calificación de los certificados de participación en el dominio fiduciario del fideicomiso financiero nominado "Fideicomiso Financiero Fondo de Tierras Uruguay". Con fecha 24 de abril de 2013 se llevó a cabo la licitación para la venta de los Certificados de Participación inscriptos en el Registro de Mercado de Valores; la que alcanzó la suma de USD 52.010.000.

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 obtenida no representa no obstante una recomendación 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 juicio².

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 que su administración está mandatada a realizar. Admitido el rango de T.I.R.s derivado de múltiples simulaciones como razonable para el proyecto en la primera calificación, las futuras no se vinculan estrictamente con la obtención de estas cifras. En efecto, no se trata en este caso de una emisión con compromiso de rentabilidad fijo. Por tanto la nota no dependerá estrictamente del alcance de las Tasas Internas de Retorno calculadas en el proyecto ni de los costos de oportunidad del capital de los inversores. En definitiva, la nota seguirá entre otros criterios el cumplimiento del proyecto y el alcance de una rentabilidad mínima que se juzgue aceptable en ocasión de cada recalificación.

CARE Calificadora de Riesgo es una calificadora con registros y manuales aprobados por el Banco Central del Uruguay con fecha 3 de abril de 1998. Califica conforme a su metodología oportunamente aprobada por dicha autoridad, seleccionando los profesionales necesarios para integrar en cada caso el comité de calificación, el que juzga en función de sus manuales. Estos, su código de ética, registros y antecedentes se encuentran disponibles en el sitio web: www.care.com.uy así como en el del regulador: www.bcu.gub.uy. El comité de calificación estuvo integrado en este caso por el Cr. Martín Durán, el Ing. Adrián Tamber y el Ing. Julio Preve.

La vigencia de la calificación es hasta el 30 de noviembre de 2018. No obstante la misma puede variar ante la aparición de hechos relevantes.

2. Antecedentes generales y hechos salientes del período

El Fideicomiso Financiero Fondo de Tierras Uruguay 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.

² Care no se responsabiliza por el uso que de este informe se haga por parte de terceros con otros fines para el que fue elaborado, máxime cuando se tomen del mismo aspectos parciales que distorsionen su real sentido

Los antecedentes son:

- En abril de 2015, se completó el proceso de compra de campos. Dicho proceso se ha realizado conforme a lo proyectado en el modelo de negocios del Prospecto de Emisión y su posterior modificación de 2013. Se incorporó luego, la chacra de 15 has cercana al establecimiento La Española que se ofreció como parte del pago por la multa por la rescisión del contrato del mencionado establecimiento.
- El precio medio logrado en las transacciones fue de 3.572 dólares por hectárea; valor inferior al proyectado en el modelo de negocios, que era de 3.690 dólares.
- Se han constatado demoras en la implementación del plan de negocios en la concreción de arrendamientos.
- A los efectos de monitorear el punto anterior, CARE contrató oportunamente un estudio de relevamiento de suelos con el fin de caracterizar los predios según aptitudes productivas y a partir de ellas estimar ingresos mínimos de arrendamiento.
- Se han dado ciertos diferendos entre los actores de la gobernanza del Fideicomiso.
- El Comité de Vigilancia presentó en su informe de 2016 y reitera en el de 2017, lo que a su criterio sería un cap rate mínimo situándolo en 2,5 %, el cual no se está alcanzando.

Los hechos más salientes del período son:

- Se actualizaron nuevamente sobre fines de 2017 las tasaciones de los campos de acuerdo a lo previsto, las que fueron encargadas a los tasadores Gabriel Filliat y José Cerdeiras, arrojando un valor promedio de USD 2.926/ha, lo que representa una disminución de un 2.8% respecto del año anterior, acumulando una rebaja del valor de los campos adquiridos de un 18% respecto del valor de compra (equivale a USD 8.715.186).
- Sobre fines de 2017 se firmaron contratos para el inicio de la explotación agrícola en los campos del norte: 680 has en La Arrocería, 500 has en San Juan y 1.000 has en San Tomás. Este comienzo de explotación agrícola mejoró levemente los porcentajes de ocupación de los campos generando algunas expectativas positivas en la gestión. No obstante por problemas de clima principalmente y por el ingreso tardío de los arrendatarios, las superficies finalmente plantadas fueron menores a las estipuladas inicialmente con lo que se estarán renegociando esos contratos (así se había establecido en el contrato y sería retroactivo al 1 de octubre).
- Según informa el Fiduciario en San Juan solo se habrían plantado 58 hectáreas, permaneciendo libres 442. En el campo de San Tomás solamente se habrían sembrado 600 de las 1000 proyectadas, mientras que en La Arrocería, donde se tomaron 680 hectáreas solo se habrían sembrado 400.

- En noviembre de 2017 se firmó un contrato de pastoreo por 1002 cabezas de ganado (1.200 hectáreas) en el predio de La Española por un plazo de 6 meses.
- En diciembre de 2017 fue renovado por el plazo de un mes un contrato de pastoreo por 400 cabezas de ganado en el campo de San Isidro.
- A abril de 2018 el fiduciario informa que hay arrendadas 7.155 hectáreas lo que representa el 53,1% de la superficie total. Estos porcentajes de arrendamiento podrían bajar ya que como se informara en los puntos anteriores habrá un ajuste en los contratos agrícolas de los campos del norte
- El promedio de los arrendamientos durante el 2017, se habría ubicado en los últimos doce meses en un 38% según el comité de vigilancia con información del Fiduciario y en un 43% para el operador. Estas diferencias que se explican por la forma de realizar las estimaciones y la conversión de pastoreos a superficie ocupada, en cualquiera de los casos permite llegar a la misma conclusión: hay un desvío importante frente a lo proyectado en el prospecto de emisión, así como en lo referente a las proyecciones realizadas por FMS.
- Las cifras de ocupación a abril son mejores al promedio del 2017, como consecuencia de los contratos de fin de año, pero todos ellos siguen siendo de corto plazo.

3. Información analizada

La información analizada fue la siguiente:

- Versión Preliminar de los Estados Contables al 31/12/2017 de Farm and Forestry Mangement Services SRL.
- Estados Contables auditados del Fiduciario al 31/12/2017
- Estados Contables auditados del Fideicomiso al 31/12/2017.
- Informe N° 33 del Comité de Vigilancia al 23 de marzo de 2018
- Informe de Winterbotham Fiduciaria S.A. al cuarto trimestre de 2017.
- Informe de actividades del operador del cuarto trimestre de 2017.
- Entrevistas con personal de FMS, del Fiduciario y del Comité de Vigilancia

II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

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

1. Descripción general

Denominación: Fideicomiso Financiero Fondo de Tierras Uruguay

Fiduciario: Winterbotham Fiduciaria SA Administradora de Fondos de Inversión.

Operador administrador: Farm & Forestry Management Services SRL.

Agente de Registro y Pago: Winterbotham Fiduciaria SA Administradora de Fondos de Inversión.

Entidad Representante: Bolsa Electrónica de Valores S. A.

Cotización bursátil: Bolsa Electrónica de Valores S. A.

Organizador: Farm & Forestry Management Services SRL

Títulos emitidos: Certificados de participación

Activos del Fideicomiso: El Fideicomiso invirtió en la compra de inmuebles rurales para desarrollar una explotación agropecuaria a través fundamentalmente del arrendamiento de todos ellos.

Moneda: Dólares

Importe de la Emisión: USD 52.010.000

Fecha de la Emisión: 24 de abril de 2013

Plazo: 12 años

Distribuciones: Anualmente según el resultado de ingresos por arrendamientos, netos de costos y provisiones.

Calificadora de Riesgo: CARE calificadora de Riesgo

Calificación de Riesgo: BB (uy)

Manual utilizado: MANUAL DE CALIFICACIÓN DE FINANZAS ESTRUCTURADAS ADMINISTRADAS POR TERCEROS

2. El análisis jurídico

El análisis jurídico se agregó en el Anexo I del informe original de calificación. El mismo descartó cualquier eventualidad de conflictos derivados por ejemplo de la construcción jurídica, los contratos respectivos, el cumplimiento con normas vigentes, etc.

La conclusión del informe fue: “A modo de síntesis y contemplando todos los aspectos involucrados, se aprecia un razonable grado de cobertura, no advirtiéndose riesgos sustanciales asociados a contingencias jurídicas en el proceso de emisión proyectado”.

3. Riesgos considerados

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

Riesgo por iliquidez. La posibilidad de salir de los títulos ante eventuales situaciones de stress constituye un atributo favorable del “papel”, lo que en el caso del mercado de valores uruguayo no es tan fácil por sus características. No obstante los certificados se han diseñado para ser totalmente líquidos. *El riesgo es bajo*

III. LA ADMINISTRACIÓN

Las características de la emisión hacen necesario analizar dos empresas administradoras: Winterbotham Fiduciaria Administradora de Fondos de Inversión S.A. en su condición de emisora y fiduciaria del fideicomiso financiero, y Farm & Forestry Management Services SRL en su capacidad de gestionar el proyecto. Ambas componen el contrato de fideicomiso financiero. Se trata de evaluar la capacidad de gestionar un patrimonio para lograr el cumplimiento de las obligaciones de administración que se establecen en el contrato que constituye el fideicomiso. Integra este análisis el ajuste de la fiduciaria a las disposiciones nacionales jurídicas vigentes.

1. La Fiduciaria

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

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

En esta oportunidad, la fiduciaria presenta los EE.CC al 31/12/17. De los mismos se extrae la información que se expone en los cuadros siguientes:

Cuadro 1: Estado de Situación de Winterbotham (miles \$)

Concepto	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015
Activo	22.131	22.807	22.138
Activo Corriente	4.131	4.695	4.234
Activo no Corriente	18.001	18.112	17.905
Pasivo	11.543	12.090	12.475
Pasivo Corriente	4.052	11.666	12.084
Pasivo no Corriente	7.491	423	391
Patrimonio	10.588	10.717	9.663
Total Pasivo y Patrimonio	22.130	22.807	22.138
Razón Corriente	1,02	0,40	0,35

Fuente: EE.CC Winterbotham

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

Concepto	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015
Ingreso de actividades ordinarias	3.556	4.562	2.770
Gastos de Administración	(3.989)	(3.504)	(2.276)
Resultado Operativo	(433)	1.058	494
Resultados de inversiones y financiamiento	510	445	825
Resultados antes de Impuestos	76	1.503	1.319
Impuesto a la Renta	(205)	(449)	(375)
Resultado del Ejercicio	(129)	1.054	943

Fuente: EE.CC Wintherbotham

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

Al momento, la firma administra un fideicomiso financiero de oferta pública (Fondo de Tierras del Uruguay) y uno de administración. En noviembre de 2017 suscribió un contrato de fideicomiso financiero el que a la fecha de cierre se encontraba con condición suspensiva por parte del BCU. También en noviembre último suscribió un contrato de fideicomiso de garantía inmobiliaria aún sin actividad operativa.

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

2. Farm & Forestry Management Services SRL (FMS) (El Operador)

Para la calificación original se presentó información acerca de diversos aspectos de la empresa, sus antecedentes, los de sus propietarios, reputación, incluso con visitas a campos administrados. De dicho análisis nada surgió, a priori, que indicara que la firma no estaba en condiciones de administrar esta operación según plan de negocios original. La realidad indica que han habido dificultades (ampliamente comentadas en este y anteriores informes) y que las mismas no han sido superadas aún. Eso motivó en su momento una bajada en la calificación.

Desde el punto de vista de la solvencia económica y financiera de FMS, CARE ha formado su juicio a partir de los EE.CC presentados por la firma con informe de auditoría independiente. Si bien se ha constatado una caída importante en su actividad en los últimos ejercicios, no parece que en este aspecto se ponga en riesgo su continuidad.

En esta ocasión, fue presentada una versión preliminar (sin auditar) de los EE.CC de FMS al 31/12/17 en que, de acuerdo al nivel de ingresos informado, mostraría una estabilidad en su actividad en relación al ejercicio anterior.

3. El Fideicomiso

El contrato de Fideicomiso se firmó el 19 de noviembre de 2012. Los Certificados de Participación escriturales fueron ofrecidos públicamente el día 24 de abril de 2013 de acuerdo con las condiciones del mercado a dicha fecha. Dichos certificados cotizan en la Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A. (BEVSA). Al día siguiente, y de acuerdo a lo establecido en el Contrato de Fideicomiso, los Beneficiarios integraron al Fideicomiso el total de efectivo por USD 52.010.000

Ya en anteriores actualizaciones se daba cuenta que había culminado la etapa de inversión en tierras, en consecuencia, la administración debe cumplir con el objetivo de arrendar los campos adquiridos o, en su defecto, realizar explotaciones extraordinarias en los términos previstos en los contratos respectivos. De esto se da cuenta ampliamente en otra sección de este informe.

En el cuadro siguiente, se muestran los principales conceptos de la situación financiera del fideicomiso al 31/12/2017 y su comparativo con ejercicios anteriores. Se definió como moneda funcional al dólar aunque, por razones legales, se presentan en moneda nacional.

Cuadro 3: Estado de Situación Financiera del Fideicomiso (miles \$)			
Concepto	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015
Activo	1.193.313	1.250.474	1.374.251
Activo Corriente	55.213	59.479	43.209
Activo no Corriente	1.138.100	1.190.995	1.331.042
Pasivo	4.679	38.434	56.950
Pasivo Corriente	4.679	22.265	20.986
Pasivo no Corriente	-	16.169	35.964
Patrimonio	1.188.634	1.212.040	1.317.301
Total Pasivo y Patrimonio	1.193.313	1.250.474	1.374.251
Razón Corriente	11,80	2,67	2,06

Fuente: EE.CC del Fideicomiso

Si se convierte el patrimonio contable de cierre del ejercicio por el tipo de cambio de la fecha (28,807) se obtiene un valor de 41,26 millones, cifra inferior al valor de la emisión de USD 52 millones. El valor razonable de las propiedades de inversión (campos) a la misma fecha es de USD 39,5 millones (USD 40,6 millones a diciembre de 2016).

En cuanto a los resultados del período, se exponen en el cuadro siguiente.

Cuadro 4: Estado de Resultados integrales del Fideicomiso (miles de \$)			
Concepto	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015
Ingresos por actividades ordinarias	27.557	46.097	28.603
Costos asociados	(4.415)	(4.964)	(4.543)
Cambio en el valor razonable inversión	(31.777)	(114.073)	(169.439)
Resultado Operativo Bruto	(8.635)	(72.939)	(145.379)
Gastos de Administración y otros	(12.259)	(16.291)	(7.606)
Resultado Operativo	(20.894)	(89.230)	
Otros			(152.985)
Resultados posición monetaria	(601)	(807)	(1.616)
Resultados financieros	907	1.206	9.913
Resultados antes IRAE	(20.588)	(88.830)	(144.688)
IRAE	18.902	11.811	(11.841)
Resultado del ejercicio	(1.686)	(77.019)	(156.529)
Ajuste por conversión	(21.719)	(28.242)	273.011
Resultado Integral del ejercicio	(23.405)	(105.261)	116.482

Fuente: EE.CC del Fideicomiso

En el ejercicio 2017 los ingresos por actividades ordinarias son sensiblemente menores a las del ejercicio anterior, explicado fundamentalmente por el rubro "otros ingresos operativos" que fue muy superior en 2016. Los resultados vuelven a ser deficitarios aunque en menor medida; esto se explica fundamentalmente por el ajuste contable realizado por el cambio de valor razonable de los campos, en esta ocasión dicho valor cae pero no tanto como lo hizo el año anterior.

Como se explica en otra sección de este informe, el operador ha encontrado dificultades para concretar arrendamientos lo que se refleja en resultados menores a los esperados. La búsqueda de alternativas para superar estos desvíos evidenció diferencias de opinión entre los distintos órganos de administración del Fideicomiso.

4. Riesgos considerados:

Riesgo jurídico, por incumplimiento de alguna disposición por parte del fiduciario o del administrador. *El mismo se encuentra pormenorizadamente analizado y acotado en los contratos analizados. Casi nulo.*

Riesgo administración, Es notorio que al momento existen diversos problemas en el desempeño del fideicomiso, vinculados especialmente con la obtención de negocios de arrendamientos con las orientaciones previstas en las adquisiciones de los campos. No obstante, a partir de los análisis practicados por CARE, se considera que los desvíos constatados no son aún concluyentes (a partir de la última tasación de los campos) en cuanto al riesgo retorno de los inversores. *Riesgo medio bajo.*

Riesgo de conflictos, derivado de la posibilidad de juicios capaces de interferir con el mandato recibido y en tanto la existencia de previsiones para enfrentarlos. A pesar de verificarse desavenencias en la administración no es posible afirmar que la resolución de las mismas pueda significar una afectación negativa al Fideicomiso. *Riesgo medio.*

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

Riesgo por cambio de operador, se encuentra también previsto en función de diversas contingencias.

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

1. Bienes fideicomitidos y aspectos descriptivos del proyecto

Según el contrato de Fideicomiso Financiero y el resumen recogido en el prospecto de emisión, el objeto principal del “Fideicomiso Financiero Fondo De Tierras Uruguay” será: (a) la emisión de los Certificados de Participación y su suscripción por parte de los Beneficiarios (“Emisión”) según términos y condiciones que surgen del Contrato de Fideicomiso y del Documento de Emisión, (b) la implementación del Proyecto Productivo que consiste en un proyecto de inversión en inmuebles rurales en Uruguay, para el desarrollo de diversas actividades productivas que se llevarán a cabo a través de arrendamientos y la adquisición y/o enajenación de los inmuebles, y (c) la distribución de los fondos resultantes de tal implementación del Proyecto entre los Titulares, en la forma que se establece en el Contrato de Fideicomiso.

Las proyecciones presentadas con posterioridad a la emisión, en razón de que esta fue menor que la estipulada, fueron por un período igual a la duración del fideicomiso, o sea 12 años. La tasa interna de retorno del inversor asumiendo la emisión real se situó en el 6,6%, según el Prospecto Original.

2. Gestión de los arrendamientos

Este aspecto ha generado -y continúa generando- problemas en el funcionamiento del fideicomiso, debido a las demoras en concretarlos en línea con lo programado en el plan de negocios, tanto en materia de precios como de plazos. El Comité de Vigilancia sostiene que *“un buen campo es aquel que se lograr arrendar el 100% rápidamente a tasas no inferiores al 3% sobre el valor del campo, idealmente en contratos de largo plazo para no tener tiempos muertos entre la salida de un arrendatario y la entrada del siguiente”*.

Más allá de lo anterior, que puede o no ser compartible, la dificultad en concretar arrendamientos arroja cierta incertidumbre en la valorización esperada de los campos. El porcentaje de arrendamientos se mantuvo durante casi todo el año 2017 por debajo del 50%, aunque con una tendencia a mejorar hacia el fin de año lográndose ubicar el porcentaje de ocupación en un 53% para abril de 2018.

Cuadro 5. Área bajo arrendamiento por establecimiento entre las últimas dos actualizaciones de la calificación.

Establecimiento	Area total	Abr-17		set-17		Abr-18	
		has	%	has	%	has	%
La Española	5.267	547	10%	547	10%	2.880	55%
San Juan	1.161	369	32%	869	75%	820	71%
San Isidro	2.941	2.027	69%	805	27%	405	14%
La Arrocería	921	241	26%	921	100%	860	93%
San Tomás	2.000	1.136	57%	1.854	93%	988	49%
Quinta 28	394	394	100%	394	100%	394	100%
El Ombú	182	182	100%	182	100%	182	100%
Sopas	626	626	100%	626	100%	626	100%
Total	13.478	5.522	41%	6.198	46%	7.155	53%

Fuente: elaborado en base a los informes del Operador y el Fiduciario

Las mayores dificultades parecen concentrarse en los establecimientos de La Española, San Isidro y San Tomás, justamente los predios de mayor tamaño (entre los tres explican el 76% del total). Luego de la definitiva salida de ALUR del potencial proyecto por el cual se compraron esos campos, sobre fines de 2017 se concretaron algunos contratos para realizar agricultura, lo que abrió mejores perspectivas para esos campos. Al no estar en la zona núcleo de este tipo de agricultura los primeros años serán complejos y los resultados de este año parecen confirmar esta hipótesis, agravado especialmente este año con adicionales dificultades como consecuencia de la sequía que afectó los cultivos de secano. Las intenciones originales de las superficies arrendadas para agricultura en los tres campos no se habrían concretaron en la magnitud planificada.

En cuanto a los ingresos por arrendamientos, se verifica un nuevo descenso en el cap rate respecto al valor de compra, que pasa de 2.3% estimado para 2016, a 1,4% para el año 2017.

Cuadro 6. Cap Rate por establecimiento según valor de compra

Establecimiento	2016	2017
La Española	1,60%	2,00%
San Juan	0,50%	0,80%
San Isidro	1,90%	1,20%
La Arrocería	0,80%	0,70%
San Tomás	3,70%	0,20%
Quinta 28	4,00%	5,30%
El Ombú	5,00%	2,60%
Sopas	4,00%	2,20%
Total	2,30%	1,40%

Fuente: En base al Operador y Comité de Vigilancia

En anteriores informes de actualización, la calificadora contrató un trabajo sobre la capacidad de uso de los suelos de los establecimientos del fideicomiso, y –en base a ello- estimó una línea de base mínima en materia de arrendamientos, que situaban el Cap Rate esperable en 3.15% coincidente con el promedio nacional. Por otra parte, el Comité de Vigilancia plantea para su evaluación de la marcha del fideicomiso, un “cape rate mínimo”, de 2.5%. El valor obtenido respecto al valor de compra resulta insuficiente en la comparación con las dos referencias definidas oportunamente.

Los últimos informes de DIEA sobre precios de arrendamientos (primer semestre de 2017) y precios de la tierra (segundo semestre de 2017), muestran una estabilidad en el precio de los arrendamientos respecto al año anterior (USD 113/ha), y un aumento importante en el precio de venta (de USD 3.380 a USD 3.712/ha en 2017). Ello conduce a una caída del cap rate a nivel nacional de 3.3% a 3.0%.

En consecuencia el cap rate logrado no se compara adecuadamente con los valores que a título de ejemplo se refieren en párrafos anteriores.

La ausencia en la concreción de arrendamientos en algunos campos, genera problemas no solamente por la no obtención de rentas y por lo tanto de ingresos operativos para el fideicomiso, sino que en alguna medida también afecta el valor actual de los campos y también el valor futuro de los mismos, ya que al momento de ser vendidos podrían no parecerán atractivos al no haber generado evidencias de demanda por su explotación.

3. El precio de compra

A diciembre de 2017 se realizó una nueva tasación de los campos arrojando una muy leve reducción en algunos de ellos y un mantenimiento de precios en otros; pero en un mercado, que según informara DIEA en su informe de febrero de 2018 "Compraventas año 2017", los valores de los campos habrían tenido una recuperación en los precios del 10%. Para el conjunto del portafolio, la reducción del valor de la tasación fue de un 2,8% en el último año, acumulando una reducción respecto de su valor de compra de un 18%.

Si se analiza la situación particular de cada uno de los campos del portafolio se observa que el comportamiento no ha sido el mismo en todos los casos, algunos han bajado mucho más que otros, incluso alguno ha mejorado su valor de tasación, en un mercado que en general ha sido también a la baja. En el siguiente cuadro se presenta la relación de los precios de la última tasación y el valor de compra, para cada uno de los campos y también la misma variación para el promedio nacional de acuerdo a la información que publica DIEA. Para el caso de la información de DIEA se compara respecto de 2016 y de 2017, ya que el este último año el aumento registrado en los precios es particularmente alto (10%) y podría estar influido por un bajo número de transacciones, por una mayor proporción de campos de alto valor, etc.

Cuadro 7. Valor actual de los campos respecto de su valor de Compra

Establecimiento	Variación
La Española - Tacuarembó	-12,5%
San Juan - Artigas	-10,4%
San Isidro - Lavalleja	-29,8%
La Arrocería - Artigas	-28,0%
San Tomás - Artigas	-34,7%
Quinta 28 - Paysandú	42,2%
El Ombú - Canelones	12,4%
Sopas - Salto	1,2%
Promedio DIEA (2016/2014)	-14,7%
Promedio DIEA (2017/2014)	-5,6%

Fuente: CARE.

Si se analiza la evolución de los valores de los establecimientos que han mostrado mayores dificultades en arrendarlos, con la evolución del promedio nacional, se comprueba que hay tres establecimientos cuyo valor de tasación muestra diferencias importantes con la referencia promedio, que son La Arrocería, San Tomás y San Isidro. Por su parte, los establecimientos San Juan y La Española, que también han mostrado serias dificultades para su arriendo, los valores de tasación muestran una evolución muy similar al promedio. Por su parte, Quinta 28, El Ombú e incluso Sopas, mejoraron sus valores en un entorno de baja de precios, pero ello no incide en la valorización del portafolio en su conjunto por su baja incidencia en la superficie total (9% del total).

4. Evaluación de rentabilidad de la inversión, Tasa Interna de Retorno, y sensibilizaciones

Con los nuevos valores de la tasación de fines de 2017 CARE volvió a estimar cuál debería ser la tasa anual de valorización necesaria de cada uno de los campos hasta la finalización del fideicomiso para así alcanzar la TIR esperada del proyecto. Se supuso el año 2027 como el de finalización del fideicomiso, lo que supone que se aceptaría un alargamiento de 3 años del mismo, de acuerdo a lo ya previsto en el contrato original. Es decir, partiendo del valor establecido por la tasación en 2017, estimar cuáles serían las tasas de valorización anual necesarias para alcanzar los resultados previstos en el proyecto original.

Esta misma estimación se había realizado para los valores del año 2016. Los resultados son más negativos ya que pasó un año y los campos no aumentaron sino que por lo general bajaron. La Española y San Isidro muestran los mismos valores entre 2017 y 2016, pero el resto de los campos muestran descensos en sus valores de tasación, algunos importantes otros marginales: Santo Tomás (-9,3%), San Juan (-1,3%), La Arrocería (-3,8), Quinta 28 (-0,3%), El Ombú (-6%) y Sopas (-0,3%).

Ese cálculo arroja valores razonables solamente para el campo de Quinta 28. Para el resto de los campos se requerirían tasas de crecimiento de los valores que si bien en algunos casos no son desconocidas para intervalos de 10 años, no hay elementos para atribuir hoy probabilidades de ocurrencia altas, a tasas de entre 9 y 13%. Los casos más complejos serían los establecimientos San Isidro, La Arrocería y San Tomás.

Cuadro 8. Tasas de valorización de los precios de la tierra necesarias para alcanzar los resultados originalmente planteados

Establecimiento	Tasa
La Española - Tacuarembó	13,4%
San Juan - Artigas	13,0%
San Isidro - Lavalleja	17,0%
La Arrocería - Artigas	16,6%
San Tomás - Artigas	18,2%
Quinta 28 - Paysandú	5,8%
El Ombú - Canelones	9,4%
Sopas - Salto	11,0%

Fuente: CARE.

En la anterior actualización se estimaron las TIR's que se alcanzarían según tasas de valorización del precio de la tierra y según diferentes criterios en materia de ingresos por arrendamientos: por un lado se consideraron los estimados oportunamente por el operador y por otro, disminuyéndolos a un 75 % y a un 50% a partir de 2018. En esta oportunidad no se actualizó este análisis, pero se estima que muy probablemente los resultados serían levemente más bajos ya que ha transcurrido un año y los precios de los campos aún no han comenzado a aumentar.

La tasa promedio de valorización anual en intervalos de 9 años desde 1969 a 2016, es de 9.0%, con un desvío estándar de 8.5%; se calcularon las TIR's resultantes de utilizar una valorización promedio histórica, y se calcularon además los resultados de variar una y dos desviaciones estándar hacia abajo y hacia arriba; se estimó también los valores de equilibrio (cuadro 9) así como una estimación más prudente opción 1 y 2 En todos los casos se estimaron tres niveles de ingresos por arrendamientos

Cuadro 9. Relación entre la TIR y distintas tasas de valorización del precio de la tierra y tres opciones de ingresos por arrendamiento

Tasas de valorización de la tierra		Tasa interna de retorno		
		Consideración de ingresos por arrendamientos		
		100%	75%	50%
Opción 2	3,00%	-0,10%	-1,00%	-1,80%
Opción 1	4,00%	0,70%	-0,20%	-0,90%
Brake even	5,10%	1,80%	0,70%	0,00%
Media - 2 DSt	6,00%	3,30%	1,50%	0,80%
Prospecto	7,00%	3,00%	2,20%	1,60%
Media - DSt	8,20%	3,90%	3,20%	2,60%
Media	9,00%	4,40%	3,80%	3,20%
Media + DSt	9,70%	5,00%	4,30%	3,60%
Media + 2 DSt	11,90%	6,50%	6,00%	5,30%

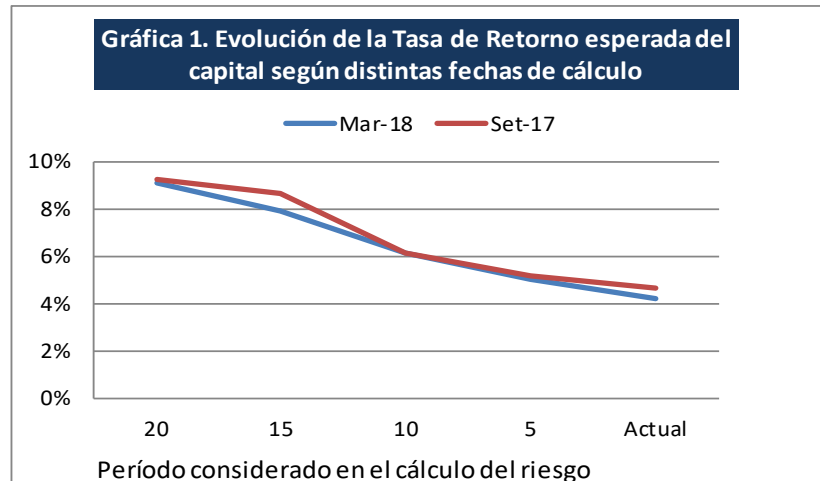
Fuente: CARE

Todo parece indicar que dados los valores considerados, medidos a través de las tasaciones, probablemente no se alcancen los resultados previstos originalmente, sino que la TIR se ubicaría en niveles menores. La tasa promedio de valorización de la tierra, no parece ser la esperable para los periodos de 9 años. Por otra parte la tasa de valorización anual utilizada en el prospecto es del 7%, lo que de cumplirse, en el período restante, arrojaría TIR's entre 3.0% y 1.6%.

Teniendo en cuenta la caída del valor de los campos según las últimas tasaciones presentadas; proyectando ingresos operativos en niveles similares a los conseguidos hasta ahora; asumiendo una tasa de valorización de los campos de entre 3 y 6 % (tasas realistas a juicio de CARE) y con tres niveles diferentes de arrendamientos, no se descarta que pudieran alcanzarse TIR's cercanas al 0 %.

Si bien, en un análisis prospectivo es posible esperar una mejora en los ingresos operativos producto de aumentos en los niveles de arrendamiento u otro tipo de explotación, dadas las dificultades constatadas en la gestión de los negocios existe incertidumbre en el sentido que esto se pueda lograr.

Se actualizó la evolución de la tasa de descuento según el método de Damodaram³. Para ello se establecieron distintos períodos de consideración (promedios de 20, 15, 10, 5 y datos actuales), de los indicadores de riesgo. Se tomó el beta unlevered, "Farming/Agriculture", y se confirma una reducción de la tasa de descuento, que en los valores mínimos (tomando los indicadores de riesgo, actuales), entre 4 y 4,5%, que a pesar de todo estaría por encima de los retornos esperados en la actualidad (véase gráfica 1).



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 todo lo desarrollado en esta sección existe incertidumbre sobre la generación de ingresos en una cuantía suficiente como para alcanzar rentabilidades aceptables. *Riesgo medio*

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*.

³ <http://www.damodaran.com>

V. EL ENTORNO

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

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

4.1 Riesgo Económico y de Mercado

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

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

En línea con los informes anteriores, se describen los aspectos salientes de los dos precios que inciden en los retornos de la inversión: el precio de la tierra y el precio de los arrendamientos. Como ya fue expuesto, CARE considera que las proyecciones de precios de los productos agrícolas representan una variable proxy de mayor correlación con los arrendamientos que la del valor de la tierra, motivo por el cual se tendrá en cuenta también estas variables.

4.2 Sobre el precio de los productos agrícolas.

La trayectoria esperada de los precios de los productos agrícolas afecta de forma relevante la renta que se paga por la tierra y por ende, el resultado de la inversión. En este caso, el 22% de los ingresos brutos refieren a los contratos de arrendamiento.

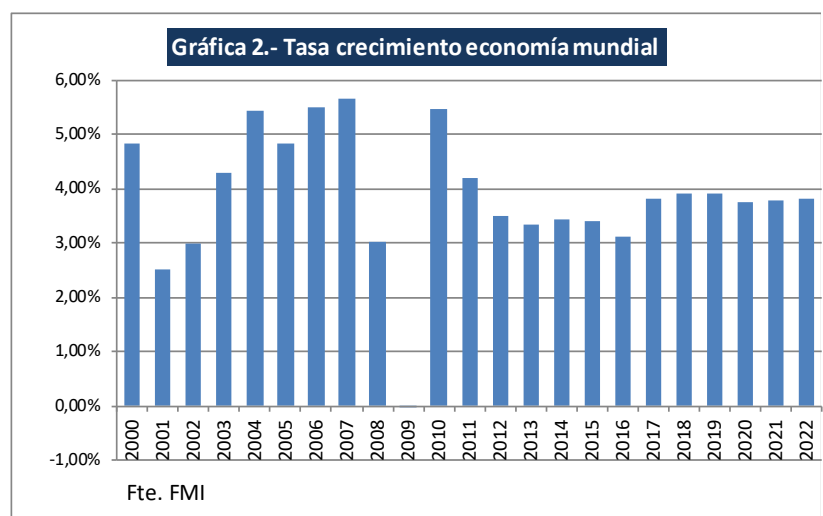
Los precios de los productos agrícolas han visto modificada las trayectorias crecientes exhibidas desde el primer lustro del siglo hasta 2014 en el mundo y en Uruguay. El mercado internacional de los granos atravesó una prolongada fase de precios altos (en términos históricos), en un escenario de precios altos del conjunto de los productos primarios en general y los alimentos en particular. Entre las causas que explicaron este contexto se destaca;

- (a) el sostenido crecimiento de la demanda y el comercio de granos a nivel mundial,
- (b) el aumento del consumo, en especial de los países en vías de desarrollo o emergentes,
- (c) una mayor apertura y desregulación de los mercados globales y
- (d) el avance tecnológico de los biocombustible que al masificarse, vincularon la trayectoria de precios de los mercados de alimentos con los mercados de los bienes energéticos.

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

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

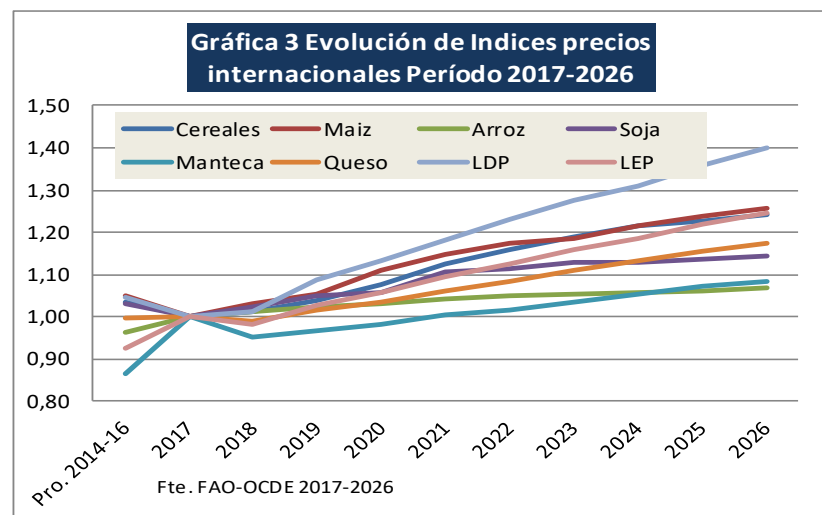
No obstante lo anterior, el escenario antes mencionado se ha modificado, mostrando descensos significativos de los precios de estos productos y de todas las commodities. De todas formas, las previsiones para los próximos años, son de un reinicio del crecimiento de la economía mundial, pero a tasas menores que en el pasado, y que traerá consigo una recuperación de los precios de los productos agrícolas (véase gráfica 2).



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 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.

La publicación anual de FAO OCDE Agricultural Outlook 2017-2026, presenta estimaciones cuantitativas de los precios que muestran esa recuperación a partir de 2018 fundamentalmente, aunque en algunos productos la recuperación fue significativa en 2017 (véase gráfica 3).



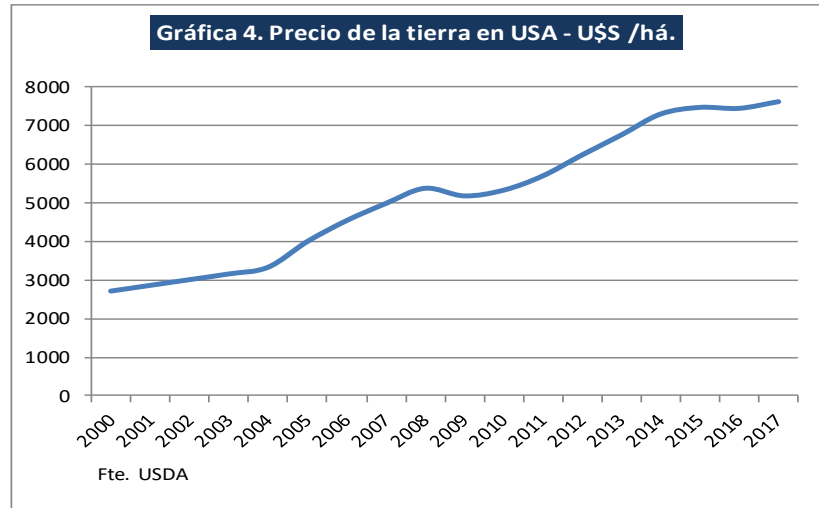
Por su parte, el Banco Mundial actualiza periódicamente su proyección de precios de las commodities. La última actualización es de enero de 2018, muestra cómo los precios de todos los rubros se espera tengan un sostenido crecimiento, aunque a tasas muy bajas (menores al 1% hasta 2020).

4.3 El precio de la tierra

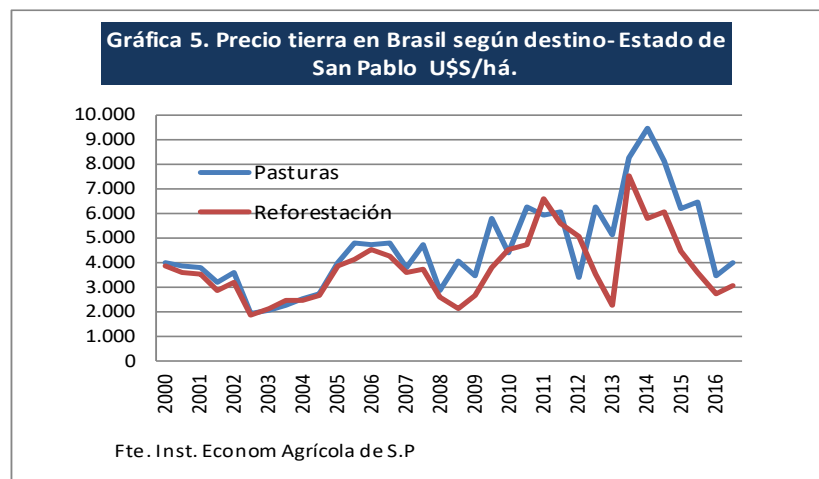
El precio de la tierra, ha visto modificada su evolución de fuerte apreciación en dólares, con una caída en 2015 que continuó en 2016, aunque a una tasa menor, pero ya habría consolidado una recuperación en 2017.

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 -según cifras preliminares- retomó la tendencia al crecimiento en 2017. El precio en Estados Unidos cayó únicamente en los primeros años de la década del ochenta ante el cambio de la política monetaria denominado "Plan Volcker (véase informe de actualización anterior) y en menor medida, después de la crisis financiera de Lehman Brothers, y en forma muy moderada (véase gráfica 4). Cualquiera de los dos shocks negativos en el nivel de precios, fueron revertidos en pocos años.

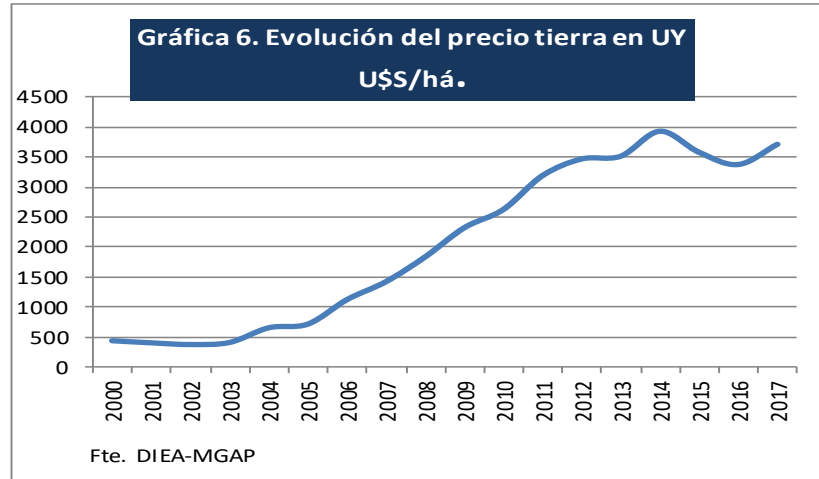


El comportamiento del precio de la tierra en Brasil, está afectado, además de por los factores descritos oportunamente para la tierra en general, por el efecto del tipo de cambio, en la medida que en ese país, la cotización del recurso se realiza en moneda nacional. Por ello, las fluctuaciones son amplificadas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



En el caso de Uruguay, la información reportada por DIEA-MGAP, da cuenta de un cambio en la tendencia declinante del precio iniciada en 2015, luego de

alcanzar el máximo valor en 2014 y que continuaba en 2016. En efecto, las cifras del primer semestre de 2017, recientemente confirmadas en el segundo semestre muestran una franca recuperación, mostrando un comportamiento con cierta similitud a la evolución del precio en los demás países analizados (véase gráfica 6). El escaso número de transacciones verificado en 2017 genera algunas dudas en cuanto al mantenimiento de esta tendencia, lo que deberá ser corroborado en los siguientes años.



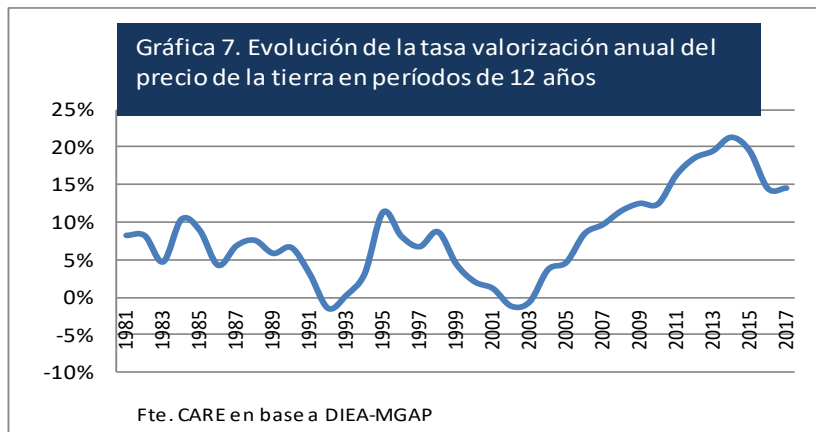
Por otra parte, CARE actualizó en el anterior informe el análisis del comportamiento de las tasas promedio de evolución del precio de la tierra en intervalos de diferente cantidad de años, sobre una base de datos que se inicia en 1969, en función de los datos reportados por DIEA para 2017. La información evidencia que se mantiene una muy alta tasa de valorización en términos de dólares corrientes, para todos los intervalos considerados, con una leve tendencia de declinación en los mayores plazos; es de destacar, por el contrario, la marcada caída en la variabilidad a medida que se aumenta el intervalo entre compra y venta. Para el intervalo de veinte años, se registra un desvío standard del 2,5% y un coeficiente de variación del 30% respectivamente (cuadro 10).

Cuadro 10. Tasas de evolución y variabilidad del precio de la tierra en distintos intervalos

Variable	Período considerado (años)					
	7	8	9	12	15	20
Tasa promedio	9,2%	9,1%	9,0%	8,3%	10,2%	8,6%
Desv. St.	10,2%	9,4%	8,4%	6,0%	3,4%	2,5%
Coef. Variación	111,2%	102,7%	93,6%	72,7%	33,0%	29,4%

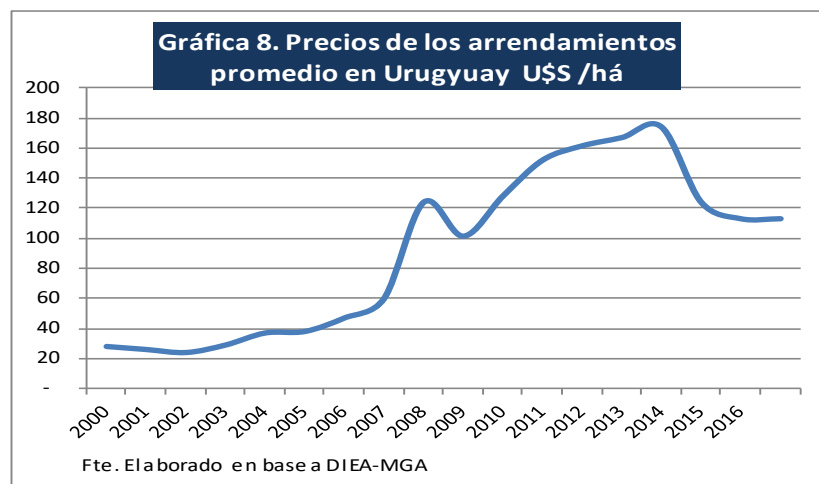
Fuente: elaborado en base a datos de DIEA-MGAP

La evolución anual de este indicador –para intervalo de 12 años, por ejemplo– muestra una tendencia al alza que se atenúa hacia el final del período y parece estabilizarse en 2017, pero se mantiene en valores en el entorno del 15% de crecimiento anual (gráfica 8).

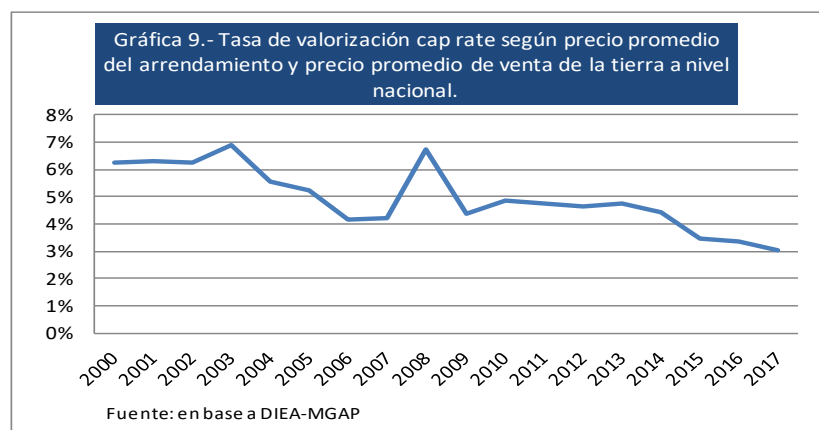


4.4 El precio de los arrendamientos

En octubre de 2017 DIEA publicó su informe sobre el precio de los arrendamientos para el primer semestre de 2017⁴, que refleja una detención en la caída de los valores iniciada en 2015.



Si el valor promedio de los arrendamientos a nivel nacional, se lo relaciona con el precio promedio de venta de la tierra al mismo nivel, se comprueba que la tasa de valorización (cape rate) viene estableciendo una tendencia descendente desde comienzos del siglo, y continúa en 2017 (véase gráfica 9).



⁴ SERIE "PRECIO DE LA TIERRA"
Arrendamientos Primer Semestre 2017;
11 de octubre de 2017

4.5 Las políticas públicas, el riesgo político

El riesgo de políticas públicas refiere a la amenaza, de parte del Estado, de actuar contra las modalidades de propiedad y explotación que propone el fideicomiso. El gobierno discute con frecuencia diferentes propuestas que pueden afectar el clima de la inversión en tierras, si aparecieran leyes gravando nuevamente la tierra, o si se detuviera en alguna medida la inversión de fondos como el proyectado, o si se afectara la inversión extranjera directa. Todos estos elementos componen un riesgo político que al momento no puede preverse cómo será su desenlace.

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

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

VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

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

En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos y cuantitativos - tanto los presentados por el estructurador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité de calificación de CARE entiende que los títulos recogen la calificación BB (uy)⁵ de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado especulativo.

Comité de Calificación.



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrián Tamber

⁵ BB (uy) Se trata de instrumentos que presentan actualmente un riesgo algo mayor para la inversión que la categoría anterior, por dificultades probables en el desempeño capaces de afectar en grado mínimo la capacidad de pago, que sigue siendo adecuada. Alternativamente pueden surgir ligeras dudas en la capacidad de la administradora. 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, satisfacen en conjunto aceptablemente los análisis practicados, sin perjuicio de debilidades en cualquiera de las cuatro áreas de riesgo. Se incrementa hasta un nivel medio el riesgo del instrumento ante eventuales cambios desfavorables previsible en los activos o sus flujos, en los sectores económicos involucrados, o en la economía en su conjunto. La probabilidad de cambios desfavorables previsible en el entorno es de media baja a media, y compatible con la capacidad de la administradora de manejarlos aunque incrementando el riesgo. **Grado especulativo medio.**