

CARE

CALIFICADORA DE RIESGO

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

Montevideo, junio de 2018

4	RESUMEN GENERAL
6	I INTRODUCCIÓN
10	II EL FIDEICOMISO Y LOS TITULOS MIXTOS
12	III LA ADMINISTRACION
17	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS
26	V EL ENTORNO
32	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO
	ANEXO I INFORME JURIDICO

CALIFICACIÓN DE OFERTA PÚBLICA
20- de junio -2018

Denominación:	Fideicomiso Financiero Tierras del Litoral
Fiduciario:	Winterbotham Fiduciaria S.A. Administradora de fondos de inversión.
Operador:	Agropecuaria del Litoral S.A.
Agente de Registro y Pago:	Winterbotham Fiduciaria S.A. Administradora de fondos de inversión.
Entidad Representante:	BEVSA
Títulos a emitir:	Títulos Mixtos escriturales de Oferta Pública.
Moneda:	Dólares americanos
Importe de la emisión:	Hasta USD 50.000.000 (cincuenta millones de dólares).
Activos del Fideicomiso:	Inmuebles rurales, infraestructura de riego, arrendamientos, entre otros.
Estructura:	Guyer & Regules (asesor legal) y Nobilis (agente organizador)
Calificadora de Riesgo	CARE Calificadora de Riesgo
Calificación de Riesgo:	BBB (uy)
Vigencia:	hasta 30 de abril de 2019 y sujeto a la fecha de emisión
Manual utilizado:	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros

Resumen General

CARE ha calificado los títulos mixtos del Fideicomiso Financiero Tierras del Litoral con la calificación BBB (uy) de grado inversor. A modo de resumen, los aspectos salientes de la calificación son:

- Una construcción financiera que desde el punto de vista jurídico ofrece las garantías necesarias tal como se aprecia en el informe adjunto. (Anexo I).
- De modo especial se ha evaluado la capacidad de gestión del operador del proyecto, Agropecuaria del Litoral 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. Asimismo demuestra tener la solvencia económica necesaria para afrontar los compromisos asumidos.
- 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. Por otra parte el operador se compromete a asegurar un ingreso mínimo.
- 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 dos conceptos que ponderan fuertemente la gestión de la administración: la compra de tierra y la implementación de la infraestructura de riego establecidos en el plan de negocios (que propone comprar tierras con una aptitud agrícola igual o superior al 55% del área con fuerte foco en campos de 70% de aptitud agrícola o superiores y 40% regables por pivot central). Asimismo se determinan requisitos mínimos de desempeño que contribuirán a establecer el juicio futuro de la calificadora (cláusula novena del contrato de operación).
- Destaca la alineación de incentivos entre el fideicomiso y el operador ya que este último se compromete a adquirir títulos por hasta un 5% del monto suscripto bajo el Tramo Minorista y la primera etapa del Tramo general, por hasta un máximo de USD 2.500.000 y con un mínimo de USD 1.500.000. Asimismo, el operador se obliga a abonar al Fideicomiso por la totalidad de las hectáreas bajo explotación agrícola un monto mínimo anual equivalente a 600 kg. de soja por hectárea y por año, asegurando de esta forma un ingreso mínimo y reduciendo riesgos para los inversores.
- El mercado de tierra agrícola como el de los commodities alimenticios, si bien están afectados por coyunturas de oferta y demanda de corto plazo así como de decisiones de política pública monetarias globales, en el largo plazo presenta tendencias de incremento de la demanda.

- 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 títulos mixtos del fideicomiso financiero nominado "Fideicomiso Financiero Tierras del Litoral".

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

El marco conceptual de esta calificación supone un ejercicio prospectivo por el cual se confiere una nota que califica el desempeño esperado del fideicomiso, su capacidad de generar en el tiempo utilidades, conforme al proyecto de ejecución del negocio agrícola con infraestructura de riego, que su administración está mandatada a realizar. Admitido el rango de TIR.s derivado de múltiples simulaciones razonables para el proyecto en esta primera calificación, las futuras no se vincularán estrictamente con la obtención de estas cifras. En efecto, no se trata en este caso de una emisión con compromiso de rentabilidad fijo. Por tanto la nota no dependerá estrictamente del alcance de las Tasas Internas de Retorno calculadas en el proyecto ni de los costos de oportunidad del capital de los inversores. En definitiva, la nota 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 así como en el del regulador: www.bcu.gub.uy. El comité de calificación estuvo integrado en este caso por el Ing. Julio Preve, el Ing. Adrián Tamber y el Cr. Martín Durán Martínez. 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. No obstante, si el plazo entre la emisión y la primera calificación superara los seis meses, la actualización se realizará en esa oportunidad.

Por otra parte la misma puede variar ante la aparición de hechos relevantes. 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 prevista en el Prospecto. Todo lo demás constante, el cumplimiento de metas de compra de tierra y de establecimiento de infraestructura de riego y puesta en marcha de las explotaciones agrícolas, debería ir incrementando la nota. 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 Títulos Mixtos escriturales de Oferta Pública, con un valor nominal total mínimo de USD 30.000.000 (dólares estadounidenses treinta millones) y máximo de USD 50.000.000 (dólares estadounidenses cincuenta millones). Estos títulos tendrán un componente Deuda (25%) a pagarse al final con un interés del 6% efectivo anual, pagadero anualmente sujeto a disponibilidad, y un componente Participación (75%) que recibirá en forma anual los Fondos Netos Anuales Distribuibles (si existen) en cada Fecha de Pago Anual, y al momento de extinción del Fideicomiso, los Fondos Netos Remanentes en la Fecha de Pago Final.

Estos montos se compondrán de la siguiente forma: en un Tramo Minorista que como máximo, podrá llegar al 10% de la emisión; un Tramo General en cuya primer etapa se podrán suscribir Valores por un monto equivalente a USD 47.500.000 (con un mínimo de USD 28.500.000); y una segunda etapa, donde la Agropecuaria del Litoral SA se obliga a suscribir Valores por hasta un 5% del monto total emitido, por hasta un máximo de USD 2.500.000 y con un mínimo de USD 1.500.000).

El objeto principal del "Fideicomiso Financiero Tierras del Litoral" será (i) la emisión de los Valores de oferta pública por hasta el Monto Máximo de la Emisión, y su suscripción por parte de los Beneficiarios según términos y condiciones que surgen del prospecto y del Documento de Emisión (la "Emisión"), (ii) la implementación del Proyecto, y (iii) la distribución de los Fondos Netos Anuales resultantes de tal implementación del Proyecto entre los Beneficiarios, todo ello en la forma que se establecerá.

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/aparcerero.

El Fideicomiso Financiero Tierras del Litoral 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/aparcería de esas tierras, siguiendo protocolos de inversión y administración.

El plazo de la inversión es de 15 años, pudiendo extenderse tres años.

Las principales características del proyecto son:

- Administración a cargo de Agropecuaria del Litoral 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.

- 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 aproximadamente 6.000 hectáreas de campo, que se explotarán mediante contrato de aparcería y en los que el operador/ aparcerero, por cuenta del Fideicomiso realizará importantes inversiones en infraestructura de riego para aumentar la productividad de la explotación en arrendamiento.
- El precio promedio resultante estimado en el Prospecto por la compra de tierras, es de USD 7.035 por ha. Aspecto que se analiza en el capítulo correspondiente.
- Respecto del ingreso bruto total estimado (con una tasa de descuento de 4.35%), un 68% correspondería aproximadamente a la venta de la tierra al final del proyecto, y un 32% a los ingresos por aparcería.
- Una estimación de TIR para el inversor en un rango de entre 3,73 y 12.5%, según diversas opciones productivas, y sensibilizaciones realizadas descritas en el prospecto de emisión.
- En el prospecto se plantea un conjunto de exigencias mínimas de desempeño que permitirán de futuro evaluar la marcha del proyecto, ya que son considerados como obligaciones de resultado:
 - a)** Adquisición de los Inmuebles: dentro de los primeros 3 (tres) años, a contar desde la Integración Inicial, deberá invertirse al menos el 85% del monto destinado a compra de tierras (esto es, un 72,25% del Monto de la Colocación)
 - b)** Características de los Inmuebles y Unidades Productivas: los Inmuebles deberán necesariamente poseer las siguientes características:
 - Al menos un 55% de cada Unidad Productiva deberá contar con la posibilidad de uso agrícola (Área Agrícola);
 - Al menos 70% de los suelos correspondientes al Área Agrícola de cada Unidad Productiva deberán ser de los grupos 10 y/o 11 según la clasificación CONEAT desarrollada por el Ministerio de Ganadería, Agricultura y Pesca o cualquier órgano que asuma su competencia en esta materia que lo sustituya en el futuro; y
 - En al menos un 40% del Área Agrícola consolidada de todos los Inmuebles adquiridos por el Fideicomiso deberá ser posible realizar proyectos de riego por irrigación central. sin que esto implique la obligación para el Operador de desarrollar proyectos de riego en el total de esa Área Agrícola. El cumplimiento de este estándar deberá ser analizado luego de finalizado el plazo para la Adquisición de Inmuebles de 3 años contados desde la Integración Inicial, o la prórroga del mismo que sea otorgada por los Beneficiarios Mayoritarios;

- El operador se obliga a abonar al Fideicomiso por la totalidad de las hectáreas bajo explotación agrícola un monto mínimo anual equivalente a 600 kg. de soja por hectárea y por año, asegurando de esta forma un ingreso mínimo.

2. Información analizada y procedimientos operativos

La información analizada¹, fue la siguiente:

- Borrador de Prospecto de emisión
- Borrador de Contrato de fideicomiso
- Borrador de Contrato de aparcería
- Borrador de Contrato de Agente de Pago
- Contratos de Entidad Registrante y Representante
- Estados Contables de Agropecuaria del Litoral auditados, desde 2013 hasta 2017 inclusive.
- Entrevistas a informantes calificados para verificación de reputación del operador.
- Visita del Comité de Calificación de CARE a campos seleccionados de ADL.
- Informes de gestión.
- Estados Contables del Fiduciario por los últimos tres ejercicios.
- Informe jurídico (Anexo I)

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 Agropecuaria del Litoral y Winterbotham, 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.

¹. CARE deberá recibir la versión definitiva de los distintos documentos

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 TÍTULOS MIXTOS

Se ofrecerán en oferta pública títulos mixtos del Fideicomiso Financiero Tierras del Litoral, creado por contrato correspondiente de fideicomiso financiero. Este contrato, los títulos y los demás contratos citados se analizan en la presente sección.

1. Descripción general

Denominación: Fideicomiso Financiero Tierras del Litoral

Fiduciario: Winterbotham Fiduciaria S.A. Administradora de fondos de inversión.

**Operador/
Aparcero:** Agropecuaria del Litoral S.A.

**Agente de Registro
y Pago:** Winterbotham Fiduciaria S.A. Administradora de Fondos de Inversión.

**Entidad
Representante:** Bolsa Electrónica de Valores SA

**Cotización
bursátil:** BVM y BEVSA

Organizador: Nobilis y Estudio Jurídico Guyer & Regules

**Títulos a
emitirse:** Títulos Mixtos

**Activos del
Fideicomiso:** Inmuebles rurales, infraestructura de riego, aparcería, entre otros.

Moneda: Dólares Americanos

**Importe de
la Emisión:** Hasta USD 50.000.000

Distribuciones: Anuales, según prospecto

**Calificadora
de Riesgo:** CARE calificadora de Riesgo

**Calificación
de Riesgo:** 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.

El informe recorre diferentes aspectos del contrato de fideicomiso, - por ejemplo objeto, plazo, - y también analiza las contingencias subjetivos (del fiduciario, del agente/aparzero y de los fideicomitentes beneficiarios) y las objetivas (las autorizaciones administrativas y la delimitación de obligaciones e Incumplimiento grave del Agente Aparzero). Se detiene en las condiciones suspensivas y resolutorias del fideicomiso y en las contingencias que se mencionó, concluyendo sobre estos aspectos que: *"Las partes se encuentran autorizadas por el ordenamiento jurídico a participar en el negocio fiduciario proyectado. Asimismo presenta herramientas solventes para corregir eventuales incumplimientos de las partes"*

Analiza también las modalidades de explotación agraria con sus contratos respectivos, las actividades accesorias y la explotación excepcional, así como la función del comité de vigilancia.

Se detiene en el régimen de responsabilidad de las partes y aporta finalmente sus conclusiones de las que se extrae:

"...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...."

"...Resultan de aplicación y están previstas en la estructura, las disposiciones de la Ley 18.627 y la RNMV del BCU, tanto sobre las exigencias para la emisión como las que debe observar el Fiduciario en su rol de Entidad Registrante de los Títulos y BEVSA como Entidad Representante de los Titulares."

Finalmente concluye:

En síntesis y contemplando todos los aspectos involucrados, el negocio fiduciario proyectado cuenta con un razonable grado de cobertura, no advirtiendo riesgos jurídicos asociados al proceso de emisión.

3. Riesgos considerados

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

Riesgo por iliquidez. Los títulos se han diseñado para ser líquidos. Por este motivo, la liquidez puede considerarse adecuada dadas las características del mercado uruguayo. No obstante este proceso no es instantáneo, puede llevar un tiempo difícil de determinar y en algunos casos podría ocasionar una pérdida de parte del capital invertido. *El riesgo es medio.*

III. LA ADMINISTRACIÓN

Las características de la emisión hacen necesario analizar dos empresas administradoras: Winterbotham Fiduciaria SA en su condición de emisora y fiduciaria del fideicomiso financiero, y Agropecuaria del Litoral SA en su condición de operador y fideicomitente. Se trata de evaluar la capacidad de gestionar, de administrar un patrimonio, para lograr el cumplimiento de las obligaciones de administración que se establecen en el contrato que constituye el fideicomiso. Integra este análisis el ajuste de la fiduciaria a las disposiciones nacionales jurídicas vigentes.

1. La Fiduciaria

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

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

En esta oportunidad, la fiduciaria presenta 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 \$	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 \$	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 (este que nos ocupa) 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. Agropecuaria del Litoral SA (ADL)

Se trata en este caso de la evaluación acerca de su capacidad de ejecutar el proyecto productivo. CARE ha formado su juicio a través de 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. De todos estos aspectos, que componen la opinión del Comité, se da cuenta a continuación. En particular, se destaca lo más relevante de la información proporcionada en el citado prospecto.

ADL fue constituida con el nombre DEMILOR SA en 2002; posteriormente, por resolución de Asamblea Extraordinaria de 14 de diciembre de 2004 se modificó su nombre por el actual "AGROPECUARIA DEL LITORAL S.A". Cuenta con un capital social de \$ 1.200.000 representado en títulos físicos nominativos en un 100 % a nombre de personas físicas.

En lo que refiere estrictamente a la actividad relevante a efectos de esta operación, ADL realiza aproximadamente 10.000 hás por año entre cultivos y ganadería en 25 campos distribuidos en los departamentos de Colonia, Soriano, Rio Negro, Flores y Paysandú sobre más de 8.000 hás físicas de las cuales algo más de 2.000 son propias y el resto arrendadas. A partir del año 2009 ha instalado equipos de riego por pivot central en sus dos principales campos. Ambas instalaciones demandaron una inversión aproximada de USD2.350.000 para regar una superficie del orden de las 1.100 hás.

Estructura societaria:

- Ing. Eduardo Baglietto, socio
- Ing. Ignacio Baglietto, socio y CEO. Argentino, es Ingeniero Industrial, Master en Finanzas con 14 años de experiencia en el mercado agropecuario.
- Ing. Federico Frick, asociado en la operación. Uruguayo, Ingeniero Agrónomo, Master en Business, 14 años de experiencia en el mercado agropecuario de Argentina y Uruguay.

Equipo de trabajo

- Ing. Federico Frick, Responsable General de Operaciones
- Ing. Alfredo González, Responsable Litoral Norte, dirige un equipo de 6 personas
- Ing. Julio González, Responsable Litoral Centro y Sur. Dirige un equipo de 10 personas
- Cr. Christian Chanquet, Contador Público al frente de la administración, dirige un equipo de 4 personas.

Situación económica financiera

La firma cierra ejercicio el 30 de junio de cada año siguiendo la lógica de los ejercicios agropecuarios. Cuenta con informes de auditoría por parte de la firma Baker Tilly Uruguay. Es propietaria del 100 % del paquete accionario de Cosechas del Litoral SA (CDL) y Tenur Business SA (con quienes consolida sus estados contables) y realiza inversiones en varias sociedades. A través de una de las sociedades mencionadas desarrolla actividades de Real Estate, particularmente en España.

No presenta EE.CC intermedios por lo que a continuación se exponen en forma resumida los Estados de Situación y de Resultados consolidados y auditados para los últimos tres ejercicios completos, el último de los cuales fue a junio de 2017.

Cuadro 3: Estado de Situación consolidados de ADL			
En miles de u\$s	30/6/17	30/6/16	30/6/15
Activo	19.891	21.730	18.617
Activo Corriente	7.088	10.351	8.033
Activo no Corriente	12.803	11.379	10.584
Pasivo	3.980	6.968	5.506
Pasivo Corriente	3.980	6.582	5.106
Pasivo no Corriente	-	386	400
Patrimonio	15.911	14.763	13.111
Total Pasivo y Patrimonio	19.891	21.730	18.617
Razón Corriente	1,78	1,57	1,57

Fuente: EE.CC ADL

Se desprende del cuadro precedente que la firma posee una sólida situación patrimonial y una buena posición de liquidez si se la mide por la razón corriente. Como información extracontable proporcionada por ADL a CARE se puede agregar que el valor de mercado de los campos que ADL y CDL tienen en propiedad es del orden de USD20 millones, superior a los USD6.4 millones según criterio contable adoptado. También, informa ADL, el valor real de los equipos de riego supera el valor contable.

Cuadro 4: Estado de Resultados consolidados de ADL

En miles de u\$s	30/6/17	30/6/16	30/6/15
Ingreso de actividades ordinarias	7.948	5.747	6.829
Costo de los bienes y servicios vendidos	(4.928)	(4.177)	(5.597)
Ganancia Bruta	3.019	1.570	1.232
Gastos de administración y otros	(989)	(1.127)	(1.098)
Resultados antes de Impuestos	2.030	444	134
Impuesto a la Renta y otros	(87)	(110)	(578)
Resultado del Ejercicio	1.943	334	(444)

Fuente: EE.CC ADL

El último ejercicio muestra un importante incremento de las utilidades; de los casi USD 8 millones de ingresos, el 82 % se explican por venta de productos agrícolas lo cual demuestra una clara especialización en esa área.

Si no se tienen en cuenta las inversiones en Real Estate (cuya actividad se consolida en los estados contables presentados en los cuadros precedentes), esta información se complementa con la proporcionada en el Prospecto y por ADL a CARE, en que los resultados de la firma desde el ejercicio 2009/2010 hasta el 2016/2017 inclusive (últimos ocho) muestran un EBITDA positivo en todos ellos. Ocurre lo mismo con el resultado neto a excepción del ejercicio 2014/2015 en que, como se ve en el cuadro precedente, arrojó un resultado contable negativo (aunque asegura ADL no fue así a nivel de gestión)

Su situación patrimonial y financiera es relevante por cuanto en esta operación, ADL se compromete no solamente a adquirir hasta USD 2.5 millones en títulos sino, a asegurar un ingreso mínimo al fideicomiso independientemente de sus resultados operativos. Este se define como 600 kg de soja por hectárea agrícola adquirida. A modo de ejemplo, se establece un escenario muy desfavorable en que el ingreso mínimo asegurado equivale a poco más de USD 1 millón y que por ingreso real agrícola apenas se obtienen USD 744 mil, en este caso (sumamente improbable), el operador se compromete a complementar los ingresos reales hasta alcanzar el mínimo garantizado lo que equivale a desembolsar USD 277mil. Compárese estos compromisos con el patrimonio contable y los resultados obtenidos por la firma en el último ejercicio: USD 15.9 millones y USD 1.9 millones respectivamente.

En cuanto a su performance productiva comparada, vale decir que ADL es miembro desde el año 2013 del grupo CREA La Cuchilla que engloba algunas de las principales empresas agrícolas de Uruguay.

El grupo está conformado actualmente por 7 empresas que producen sobre un área de unas 40.000 hectáreas agrícolas representando aproximadamente el 50% del área agrícola de todo el movimiento CREA agrícola en Uruguay. La performance de ADL ha sido siempre superior a la media de empresas comparables tanto en años positivos como en años negativos posicionándose como la empresa con mayor rentabilidad por hectárea en el consolidado de los 4 años desde que participa en el comparativo con otras empresas del grupo (ver Prospecto Informativo)

En definitiva, se concluye que ADL está capacitada para realizar las tareas a que se compromete en esta operación en todos los roles previstos

(identificando campos, diseñando el modelo productivo, incluyendo inversiones en riego y explotándolos ya sea como aparcerero o arrendatario; así como afrontar los compromisos financieros asumidos.

Por otra parte, la actividad de ADL está enmarcada en un fideicomiso, con todo lo que ello implica en cuanto a la administración de un patrimonio autónomo por parte de una entidad especializada y registrada en el BCU, con protocolos de actuación perfectamente detallados en los contratos respectivos y con un diseño de explotación en régimen de aparcería y/o arrendamiento que implica que el fideicomiso no asume riesgos operativos sino que los mismos son de cuenta del operador.

Por último y como es de rigor en estos casos, se prevé la creación de una Asamblea de Titulares y un Comité de Vigilancia que junto con la propia Fiduciaria, tendrán la tarea de contralor de todo lo actuado.

En conclusión, este Comité considera que Agropecuaria del Litoral S.A. está en condiciones de realizar satisfactoriamente aquellas acciones que posibiliten el cumplimiento del plan de negocios del presente Fideicomiso, incluyendo su compromiso de suscripción e integración de los títulos así como el piso mínimo de rendimiento tal cual se establece en los contratos respectivos.

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 casi nulo.*

Riesgo administración, considerando la idoneidad para cumplir con la función de ADL SA y Winterbotham. En virtud de todos los análisis practicados; considerando su experiencia previa; considerando también su compromiso con el proyecto; teniendo presente el seguimiento que hará el Fiduciario de aspectos centrales para su desempeño así como el Comité de Vigilancia con amplias atribuciones; se considera que *el riesgo de incumplimiento de la administradora con las responsabilidades del proyecto es muy bajo.*

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

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

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

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

1. Bienes fideicomitidos y aspectos descriptivos del proyecto

Según el contrato de Fideicomiso Financiero y el resumen recogido en el prospecto de emisión, el objeto principal del “Fideicomiso Financiero Tierras del Litoral” es obtener rentabilidad para los inversores a través de la valorización de los campos adquiridos así como de los ingresos logrados bajo la modalidad de aparcería en una explotación agropecuaria lograda en parte, bajo riego. El Fideicomiso Financiero Tierras del Litoral es constituido con el objeto de adquirir inmuebles rurales 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.

Por tanto, el Patrimonio Fiduciario estará constituido por los siguientes bienes y derechos que conforman el presente Fideicomiso, y constituyen la única fuente de pago de los Valores:

- a. cualquier bien o derecho derivado o producido, directa o indirectamente, de los bienes o activos (tangibles o intangibles) del Fideicomiso (muebles o inmuebles)
- b. los montos resultantes de la integración de los Valores objeto de la Emisión y los intereses abonados por cualquier Titular Moroso (de corresponder);
- c. los Inmuebles, y las mejoras e inversiones (incluyendo las Inversiones de Riego) realizadas en ellos, si correspondiere;
- d. los derechos y garantías emergentes de los boletos de reserva, compromisos o promesas de compraventa, promesas de enajenación de inmuebles a plazos o transferencias definitivas relativas a los Inmuebles (tanto cuando el Fideicomiso es adquirente como si fuera enajenante);
- e. las Inversiones Permitidas y el Resultado de las Inversiones Permitidas;
- f. los fondos y/o derechos que se generen bajo los Arrendamientos, Contratos de Aparcería Actividades Accesorias, y/o la Explotación Excepcional (de corresponder);
- g. los fondos existentes en la Cuenta Fiduciaria y Cuenta de Gastos o que correspondan a la Reserva para Gastos de Mantenimiento y Mejoras;
- h. los derechos emergentes de las garantías constituidas a favor del Fideicomiso bajo los Arrendamientos (si fuere el caso), Aparcerías o cualquier otro contrato celebrado por el Fiduciario en su calidad de tal, y

- i. las indemnizaciones que se perciban bajo los Seguros contratados por el Fideicomiso.

Las proyecciones económicas se presentan por un período igual a la duración del fideicomiso, o sea 15 años, sin considerar la posibilidad de extender el plazo por tres años más. El modelo de negocios se sustenta bajo el supuesto de adquirir algo más de 6.000 hectáreas, las que representarían un área agrícola de 4.466 hectáreas (74% del área adquirida) de las que aproximadamente 2.332 has (52% del área agrícola) explotadas en seco y 2.134 has bajo riego (48% del área agrícola).

Los supuestos utilizados en las proyecciones, en su mayoría compartidas por CARE 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 (6% anual) parece razonable ocurra, en especial a largo plazo, es decir más allá de desviaciones inter anuales (ver punto 2.2 de esta sección y la Sección V), y teniendo presente además la evolución esperada de la inflación americana y, más aun, teniendo presente el valor agregado por la infraestructura de riego. Que se estimó por única vez en un 10%, lo que luce razonable aunque no se dispone información estadística nacional, para respaldo.

Con respecto a los supuestos sobre los ingresos por aparcería, CARE los considera razonables: los precios iniciales, los rendimientos por ha de los cultivos, el aumento de la productividad por año, y costos de comercialización. Los precios iniciales, aunque razonables, resultan relativamente altos en algunos casos, ya que fueron estimados en base a un promedio de los últimos 10 años. (ver cuadro 5). No obstante se sensibilizan y se recalculan a partir de otras estimaciones incluso internacionales menos favorables.

Cuadro 5. Supuestos básicos del proyecto agrícola

Cultivo	Rendimientos iniciales en Kg/ha			Precios al inicio del proyecto
	ADL		Media nacional	
	Secano	Riego		
Trigo	3.686	3.966	3.160	213
Cebada	3.686		3.084	197
Colza	1.700		1.620	392
Soja 1	2.738	3.588	2.316	391
Soja 2	2.266	3.002		
Maiz 1		10.387		
Maiz 2	5.005	7.082	5.179	207

Fuente: El Prospecto, CMPP, DIEA

Se proyecta un aumento en la productividad de los cultivos de un 2% anual, lo que a juicio de CARE resulta razonable, en comparación con la evolución de los mismos a nivel nacional. En los últimos 20 años los incrementos anuales en la producción por hectárea fueron entre 2 y 3.5% según diferentes cultivos.

El modelo financiero proyecta que los precios de los granos crezcan a una tasa del 3% anual, que a juicio de CARE puede resultar levemente optimista.

El estructurador presenta algún detalle de los costos de producción, que respaldan los rendimientos esperados, que son de su responsabilidad, pero que afectan los ingresos del fideicomiso, en la medida que éstos, son un porcentaje del total producido. Para este caso se proyecta un incremento anual de los costos de los cultivos de un 4%, lo que resulta consistente con la evolución esperada de los precios y de los rendimientos.

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

El Proyecto planteado en el prospecto presenta una Tasa Interna de Retorno del 7,8% en base a supuestos físicos y de precios de la tierra razonables como ya se mencionó. Las variables clave en las proyecciones del flujo de fondos refieren a la evolución esperada del precio de la tierra, 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 mencionan las más relevantes:

(a) Pago de la aparecería

El contrato de aparecería, 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. El contrato prevé que la participación del Dador (el Fideicomiso) en el valor bruto de la producción de invierno es del 20%, y para la producción de verano del 27%. Asimismo, y a los efectos de generar mayores certezas para los inversores, el operador se obliga a abonar al Fideicomiso por la totalidad de las hectáreas bajo explotación agrícola un monto mínimo anual equivalente a 600 kg. de soja por hectárea y por año. Este valor mínimo podría operar en situaciones extremas en donde por algún motivo los rendimientos de los diferentes cultivos fueran en todos los casos particularmente bajos.

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

La política de comercialización realizada por el agente/aparcero establece un diseño de estrategias de cobertura que reducen la volatilidad del precio de los granos. 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 aparecería 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 aparcero implementará una política de seguros. Este diseño (sistemas de riego y coberturas de seguros) mitiga en parte el riesgo inherente a la fase productiva.

En el cuadro 6, se presenta un análisis de sensibilidad elaborado por el estructurador, sobre la base de una variación, al alza y a la baja en los precios de los granos y en los rendimientos esperados. Del mismo surge una TIR entre 6,44% y 9,44%, respondiendo la más baja a una caída de un 25% en los precios y un reducción de un 25% también en los rendimientos, durante los 15 años.

Cuadro 6. Sensibilidad de la TIR a var. en los precios de los granos y al rend. de los cultivos (100% = presup)

TIR Fideicomiso	Variación en Precios					
	75%	88%	100%	113%	125%	
Variación en Rendimiento	75%	6,44%	6,71%	6,98%	7,24%	7,51%
	88%	6,76%	7,07%	7,39%	7,70%	8,01%
	100%	7,06%	7,43%	7,79%	8,15%	8,51%
	113%	7,37%	7,78%	8,19%	8,60%	8,98%
	125%	7,67%	8,13%	8,59%	9,02%	9,44%

Fuente: Prospecto

En el cuadro 7 presentado por el estructurador, expone la respuesta del retorno, según variaciones en las proyecciones de precios de compra de la tierra y diferentes tasas de valorización de ese precio. Se observa que en el escenario más desfavorable, (valores de compra, cercanos a los USD 9 mil y tasa de valorización nula), la TIR del inversor se situaría en 3,73%. Vale la pena mencionar que el precio de venta de la tierra representa el 68% de los ingresos del fideicomiso y que además, este escenario es de muy baja probabilidad.

El precio de la tierra ha evidenciado en Uruguay y en el mundo 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 (ver Sección V). A su vez, la liquidación final del activo tierra puede diferirse hasta tres años, de modo de mitigar una eventual baja de precios en el año 15.

Cuadro 7. Sensibilidad de la TIR a la tasa CAGR *

TIR Fideicomiso	CAGR Valor Tierra	% CAGR Valor Tierra						
		0,00%	2,00%	4,00%	6,00%	8,00%	10,00%	12,00%
Valor de Compra Promedio (USD/ha)	5.884	5,02%	5,99%	7,08%	8,28%	9,60%	11,01%	12,50%
	6.374	4,73%	5,71%	6,83%	8,05%	9,38%	10,81%	12,32%
	6.864	4,47%	5,48%	6,61%	7,85%	9,20%	10,64%	12,16%
	7.035	4,39%	5,40%	6,54%	7,79%	9,14%	10,59%	12,12%
	7.845	4,06%	5,09%	6,25%	7,52%	8,90%	10,37%	11,91%
	8.335	3,88%	4,93%	6,10%	7,39%	8,78%	10,25%	11,81%
	8.825	3,73%	4,79%	5,97%	7,27%	8,67%	10,15%	11,72%

*Sensibilidad de la TIR a la tasa de crec. anual compuesto (CAGR) en el valor de venta de la tierra y al valor promedio

Fuente: Prospecto

3. 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 compartidos (evolución del precio de la tierra, rendimientos, etc.). No obstante lo anterior, los precios agrícolas, cuya evolución registra algunas pocas diferencias entre especialistas en las proyecciones para la próxima década, son algo menores

que el promedio utilizado por el estructurador en el modelo, que lo situó en 3% en general (véase cuadro 8).

Cuadro 8. Tasa de ev. de los precios proyects. para la década

Cultivo	FAO-OCDE	Banco Mundial	USDA
Maíz	2,4	2,36	1%
Soja	1,5	2,19	0%
Trigo	2,4	2,46	3%

Fuente: CARE

Al respecto, sobre el modelo presentado por el estructurador, CARE sensibilizó la respuesta en cuanto a la TIR esperada, en función de distintas tasas de evolución de los precios de los productos agrícolas (cuadro 9). Los resultados muestran que a los menores valores de la tasa, los retornos se mantienen en niveles aceptables incluso suponiendo un nulo crecimiento en los precios (TIR por encima de 7%), dado el relativamente bajo nivel de participación de las aparcerías en los ingresos totales (32%).

Cuadro 9. Sensibilidad de la TIR a diferentes tasas de evolución del precio de los productos.

Tasa	TIR
3,00%	7,8
2,50%	7,7
2,00%	7,6
1,50%	7,4
1,00%	7,3
0,50%	7,2
0,00%	7,1

CARE en base a estructurador

4.1 Análisis de riesgo, escenario volátil.

Con el objetivo de sensibilizar aún más la tasa interna de retorno del Proyecto, se realizó un análisis 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 mayor volatilidad de los presentados en el prospecto de emisión. Para ello definió factores críticos de riesgo del modelo adicionales, los que tienen una incidencia directa en los indicadores de rentabilidad del proyecto.

En el cuadro 10 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.

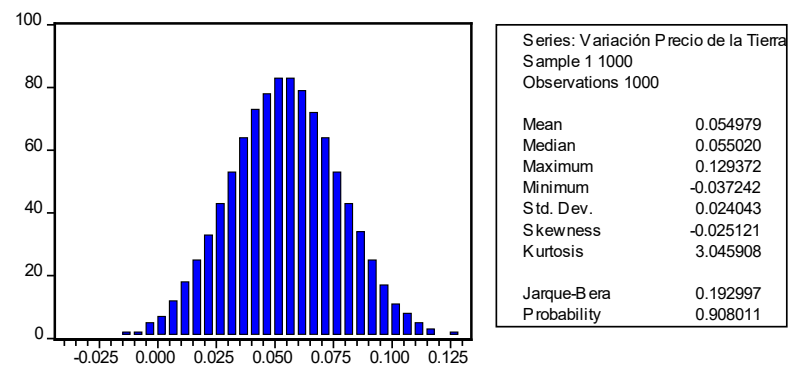
Cuadro 10. Variables sensibilizadas

Variable	Distribución	Media	Mínimo	Máximo
Variación anual del precio de la tierra	Normal	5,50%	-3,70%	12,90%
Variación anual del precio de los productos	Normal	5,00%	-2,70%	13,50%

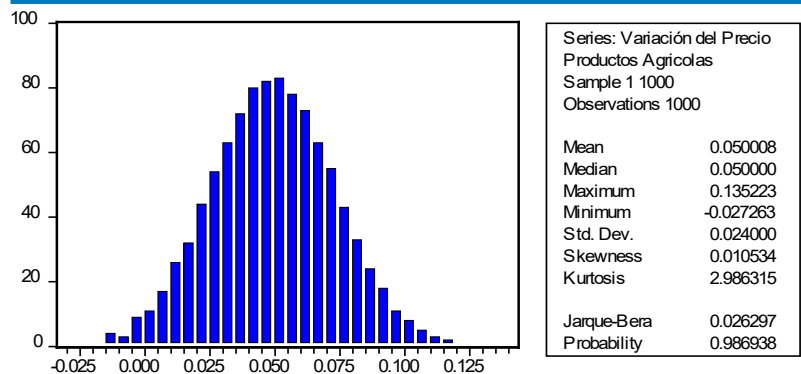
Fuente: CARE

Se estimó una simulación de 1000 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.

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



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



En base a los resultados obtenidos, la TIR esperada sería de 8,0% y evidencia un 100% de probabilidad de ubicarse en valores superiores al 1,0%, y un 90 % de probabilidad de superar el 4,5%. (Ver Cuadro 11).

Cuadro 11. Rentabilidad media, máxima y mínima del Proyecto

VARIABLE	Min.	Prom.	Max.
TIR (%)	1,1	8,0	15,0

Fuente: CARE

Frente a lo anterior, CARE se propuso forzar aún más las contingencias adversas y supuso que tanto la tasa de variación del precio de la tierra como el de los precios de los productos fuese nulo. Ante ese escenario, la TIR del inversor alcanzaría un 3,5%.

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

4.2 Costo del capital y Valor Presente Neto del Proyecto

Con el objetivo de testear algunos supuestos introducidos en las proyecciones del plan de negocios presentado², 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 (WACC³) del presente proyecto.

El punto fundamental para el cálculo del WACC, cuando no existe endeudamiento, es la estimación de la retribución de los fondos propios. Para esto se utilizó el modelo de valoración CAPM (Capital Asset Pricing Model) y, siguiendo a Damodaran⁴ se adicionó a éste una prima que contempla el riesgo específico del mercado en el que se ejecuta el proyecto. En consecuencia para el cálculo del costo de los fondos propios se aplica la siguiente fórmula:

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

Donde:

E(ri): Tasa de retorno esperada del capital

β_{im} : Riesgo sistemático propio respecto del riesgo de mercado⁵.

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 efectuar este cálculo se opta normalmente por utilizar los promedios de 20 años de los rendimientos de los Treasury Bonds 10 Years de la Reserva Federal de los Estados Unidos. Ese promedio resulta exigente respecto al costo de oportunidad del capital, dado que incluye valores de fines de la década de los noventa y comienzos de la década del 2000, en que el rendimiento se ubicaba entre 5 y 7%, cuando en los últimos diez años, ese rendimiento se ubicó en 2,52%. En los últimos meses la tasa ha venido creciendo y continúa haciéndolo en la actualidad ubicándose en los primeros días de junio de 2018 en valores cercanos al 3 %. CARE realizó los cálculos en base a la tasa promedio del mes de mayo (2,86 %).

Gráfica 1. Rendimiento del Bono del Tesoro de EE.UU. a 10 Años en porcentaje



Fuente: Federal Reserve

². El prospecto de emisión supone una tasa de descuento del 7%.

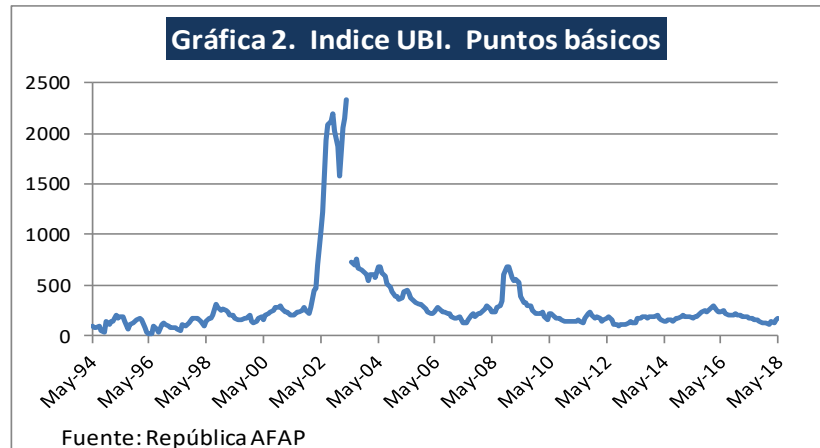
³. Weighted Average Cost of Capital

⁴. A. Damodaran, "Estimating Equity Risk Premiums" Stern School of Business.

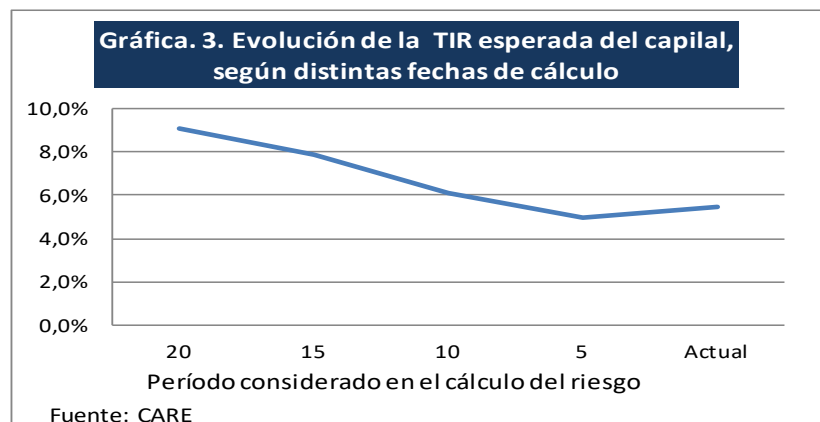
⁵. Se consideraron los betas promedio de empresas de producción primaria de bienes agrícolas en mercados emergentes según A. Damodaram

Se entiende en general, que si bien es razonable esperar un incremento en las tasas de interés en el corto plazo, no se espera que alcancen niveles tan altos como en el período referido, debido al abundante ahorro que existe en la economía mundial.

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



En esta ocasión y a la luz de estas discusiones, se calculó el $E(r_f)$ en distintos escenarios (el parámetro “beta unlevered” de Damodaram, ha descendido levemente en el último año (pasando de 0.59 a 0,52). Si se consideran los datos para estos indicadores promedio de los últimos 15, 10, 5 ó 2 años, e incluso a valores actuales, se arriba a tasas menores. Puede notarse que en los últimos 20 años el $E(r_f)$ resultante, ha ido descendiendo como consecuencia de la baja de la tasa libre de riesgo y el riesgo país. No obstante, ambos indicadores han tenido un aumento en los meses más recientes que determinan un leve cambio en la tendencia, que de mantenerse desmejorarían el valor actual neto del flujo. No obstante este cambio de tendencia, la tasa de retorno esperada del capital se ubica por debajo de la TIR esperada del proyecto. (Gráfica 3).



Aplicando valores actuales, que recogen el rendimiento de los TB10Y, se llega a una tasa de retorno esperada para el capital en el entorno del 5,5%. Este valor es sensiblemente inferior a la TIR esperada del inversor en CPs (7.8% para el inversor, en el prospecto original), lo que nos indicaría que la tasa prevista para ellos es superior a la teórica. Si bien estas comparaciones no pueden tomarse en sentido estricto, constituyen una referencia que – entre otras- ayuda a conformar un juicio acerca del retorno proyectado de los CPs.

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

Riesgos considerados:

Riesgo de generación de flujos. A partir de lo anterior se trata de señalar la capacidad de generar los flujos en el plazo pactado. Considerando además el permanente seguimiento que permite la estructura del fideicomiso, (protocolos, comité de vigilancia, gobernanza, etc.), *se considera que existe un riesgo bajo.*

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

V. EL ENTORNO

El análisis de entorno refiere a la evaluación de factores futuros que pueden afectar la generación de los flujos propuestos, pero que derivan de circunstancias ajenas a la empresa y refieren al marco general. Tienen que ver con la evolución esperada de los mercados interno o internacional de insumos, productos, 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 siguientes aspectos favorables sobre el negocio agrícola que fueron argumentados en profundidad en el prospecto de emisión.

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 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 enlentecimiento en esa dinámica determinando una reducción de la tasa de crecimiento de la demanda por las materias primas y los alimentos. 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.

La trayectoria esperada de los precios de los productos agrícolas afecta de forma relevante la renta que se paga por la tierra y por ende, el resultado de la inversión. Como fue mencionado anteriormente, el 22% de los ingresos brutos refieren a los contratos de aparcería/arrendamiento.

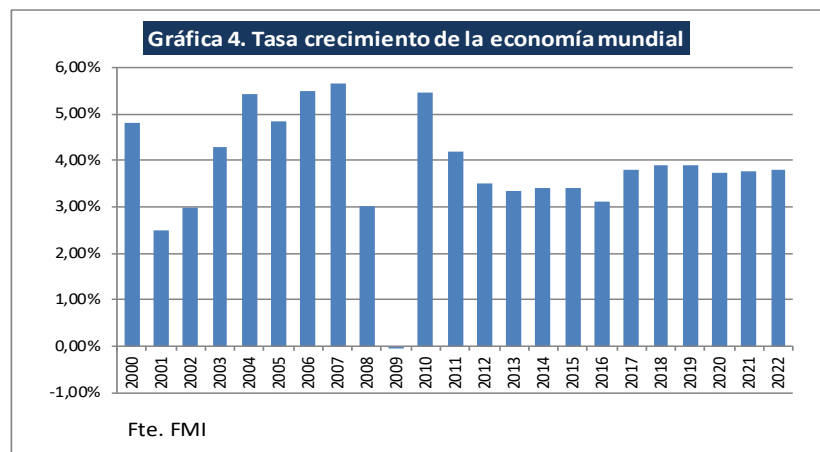
Los precios de los productos agrícolas han visto modificada las trayectorias crecientes exhibidas desde el primer lustro del siglo hasta 2014 en el mundo y en Uruguay. El mercado internacional de los granos atravesó una prolongada fase de precios altos (en términos históricos), en un escenario de precios 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 fue de 3,2% anual, más del doble que la tasa de 1,5% anual alcanzada en la década previa. El comportamiento fue similar para los principales granos, aunque los ritmos de expansión del comercio fueron diferentes en cada caso.

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

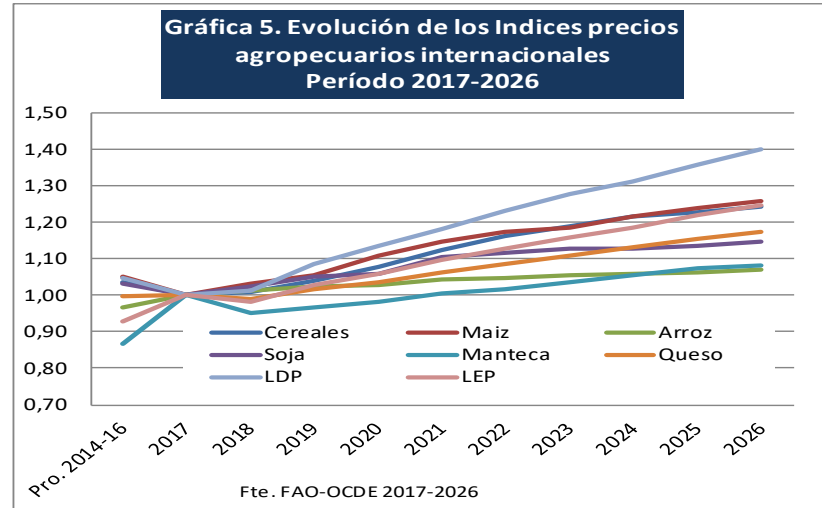
No obstante lo anterior, el escenario antes mencionado se ha modificado, mostrando descensos significativos de los precios de estos productos y de todas las commodities. De todas formas, las previsiones para los próximos años, son de un reinicio del crecimiento de la economía mundial, pero a tasas menores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



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. (Gráfica 5).



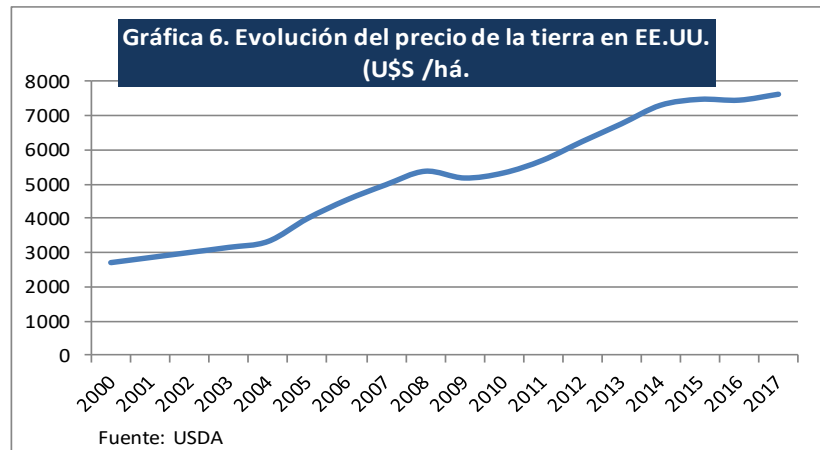
Por su parte, el Banco Mundial actualiza periódicamente su proyección de precios de las commodities. La última actualización es de enero de 2018, muestra cómo los precios de todos los rubros se espera tengan un sostenido crecimiento, aunque a tasas muy bajas (menores al 1% hasta 2020).

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, pero ya habría consolidado una cierta recuperación en 2017 según la fuente oficial que considera ventas totales en 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 -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 Volker (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



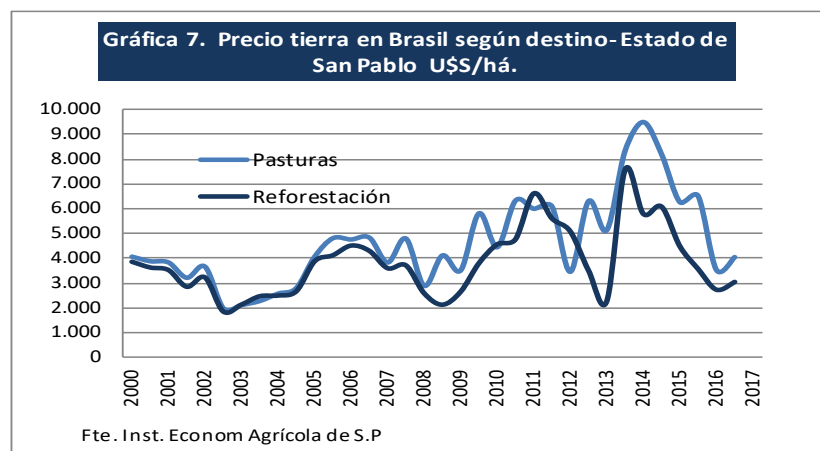
El USDA, reporta también el comportamiento de los precios de las tierras irrigadas y sin riego, 18 diferentes estados o regiones (Cuadro 12). El reporte de 2017, ratifica el comportamiento citado en anteriores ocasiones, y que en términos promedio implica para ese país en las 18 estados/regiones y en los últimos siete años, un incremento de 182% de los precios de las tierras irrigadas respecto a las no regadas.

Cuadro 12. Porcentaje de apreciación de la tierra en EEUU (regada/no regada)

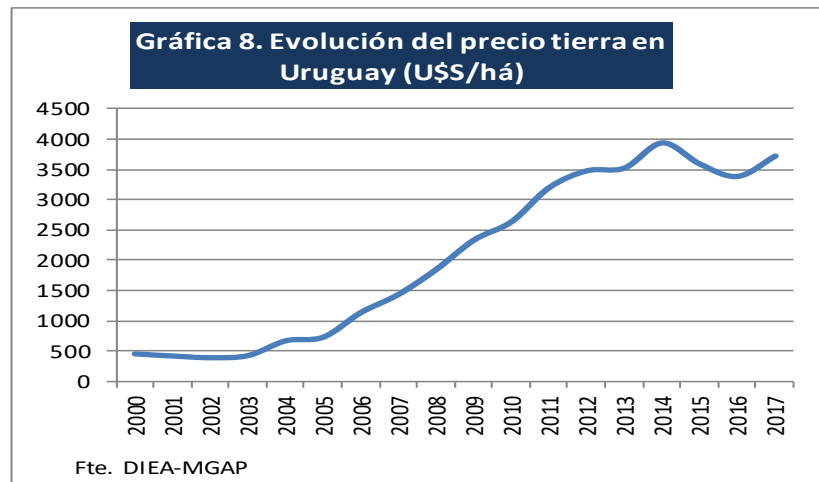
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Promedio
Media general (18 estado/región)	170%	173%	168%	180%	190%	189%	207%	182%
Media podada (10 estado/región)	96%	120%	108%	123%	129%	129%	128%	119%

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. (Gráfica 7)



En el caso de Uruguay, la información reportada por DIEA-MGAP, da cuenta de un cambio en la tendencia declinante del precio iniciada en 2015, luego de alcanzar el máximo valor en 2014 y que continuaba en 2016. En efecto, las cifras del primer semestre de 2017, recientemente confirmadas en el segundo semestre muestran una recuperación, mostrando un comportamiento con cierta similitud a la evolución del precio en los demás países analizados. 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. (Gráfica 8)



Por otra parte, CARE realizó 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. 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 13). Para el caso de intervalos de 15 años, la tasa anual de valorización de la tierra es de 10,2%.

Cuadro 13. 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

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

En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos y cuantitativos - tanto los presentados por el estructurador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité de calificación de CARE entiende que los títulos recogen la calificación BBB (uy)⁶ de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Ct. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrian Tambler

⁶ 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 DEL LITORAL”

I – Introducción

El presente negocio fiduciario tiene como objetivo la obtención de financiamiento mediante la emisión de valores de oferta pública y destinar los recursos así obtenidos al desarrollo de una producción agropecuaria con predominio en la explotación agrícola y en forma complementaria con ganadería, cuando las tierras no sean aptas para la agricultura.

El plan de negocios se apoya a grandes rasgos en tres aspectos. El primero refiere al proceso de adquisición de la tierra, apuntándose a inmuebles del litoral oeste del país con aptitudes para la agricultura y en especial aquellas que permitan riego con expectativas de aumentar su valor. El segundo pilar, íntimamente relacionado con el anterior, es que la explotación agrícola será realizada por el propio operador del proyecto en la modalidad de contratos de aparcería. Este diseño contractual impone al administrador aparcerero asumir los costos de esta producción por lo cual asume el riesgo operativo de la misma. En tercer lugar, un dato coyuntural del mercado, como lo es la baja actual en el precio de la tierra, resultando provechoso realizar la operación en este momento.

La conjunción de estos elementos alienta un retorno atractivo a los inversores en el contexto de un financiamiento a largo plazo. Esta prospección, no obstante, requiere que los presupuestos anotados se verifiquen de la forma más objetiva posible. Esto es, que los inmuebles que ingresen en el patrimonio autónomo efectivamente sean los proyectados en cuanto a su aptitud agrícola y de riego; que la gestión del operador, sobre todo como aparcerero calificado en explotación agropecuaria guarde simetría con las pautas convencionales y respetando las disposiciones normativas en materia ambiental, laboral y fiscal. Finalmente, será necesario que la ejecución del plan confirme el pronóstico de aumento del valor de la tierra, en particular a partir de las mejoras tecnológicas en riego aplicadas al suelo seleccionado a dicho fin, siendo éste último el elemento más aleatorio del plan de negocios.

Se ha optado por emitir Certificados Mixtos (art. 25 Ley 17.703), en tanto se conjugan **deuda y participación** en el dominio fiduciario; o si se prefiere para utilizar el léxico del contrato, un *componente deuda* (derecho de crédito con renta fija) y un componente participación (derecho de crédito contingente o eventual a las utilidades del negocio). El respaldo de la inversión en estos valores será el patrimonio de afectación autónomo del Fideicomiso, básicamente el activo tierra (todos los inmuebles que se adquieran, con independencia de su destino) y todos los créditos y derechos conexos que se generen por aparcería agrícola, por los arrendamientos ganaderos o forestales y eventualmente de la explotación excepcional; todo lo cual será explicado a continuación.

El presente informe está elaborado a partir del análisis de la siguiente documentación en borrador: Prospecto Informativo con los siguientes Anexos: Contrato de Fideicomiso Financiero, Contrato de Operación y Modelos de Documento de Emisión, Contrato de Aparcería y Contrato de Arrendamiento.

De la compulsión de esta documentación y sin desmedro de los desarrollos que subsiguen, como concepto general entendemos que se cumplen las disposiciones legales y reglamentarias disciplinadas para el fideicomiso financiero, tanto en cuanto a su constitución formal, como los aspectos relacionados con la capacidad de los contrayentes. En cuanto al fondo, no apreciamos problemas estructurales que comprometan en forma insalvable el cumplimiento del pago puntual y total de los Certificados Mixtos a ser emitidos.

II – El Contrato de Fideicomiso Financiero

Son las partes constituyentes del fideicomiso financiero: el Fiduciario **Winterbotham Fiduciaria S.A. Administradora de Fondos de Inversión y Agropecuaria del Litoral SA** como **Fideicomitente** y en la medida que se obliga a suscribir e integrar parte de los Certificados Mixtos (CM). Paralelamente, Agropecuaria del Litoral SA se vincula al Fideicomiso a través del Contrato de Operación mediante el cual asume el rol de operador, administrador o gestor, términos que se consideran similares en el presente informe. En esta función llevará adelante la ejecución integral del proyecto productivo y asumirá en forma personal y directa la explotación agrícola como aparcerero.

1. Objeto. Patrimonio. Plazo.

El objeto del Fideicomiso consiste en el cumplimiento de tres etapas unidas por relación de medio a fin, a saber: la emisión de los valores, para con su producido implementar el proyecto productivo y la distribución de los fondos resultantes entre los beneficiarios; todo lo cual de conformidad con los términos y condiciones desarrollados principalmente en el Contrato de Fideicomiso (el Contrato), el Prospecto Informativo y el Documento de Emisión.

Implementar el proyecto equivale a ejecutar un complejo elenco de obligaciones distribuidas entre el Fiduciario y el Operador, que pueden sintetizarse en: la adquisición de los inmuebles para desarrollar las explotaciones, invertir en las mejoras necesarias, incluyendo la tecnología en riego en los predios agrícolas; obtener y mantener las autorizaciones administrativas para todo ello; realizar las Inversiones Permitidas; gestionar en todas sus etapas los contratos de arrendamiento, aparcería, las Actividades Accesorias y de corresponder la Explotación Excepcional, constituir las garantías que correspondan, cuentas de gastos y reservas del Fideicomiso.

El Fideicomiso no realizará directamente la explotación, será el Operador quien seleccione los arrendatarios ganaderos, quien instruya las inversiones en riego, quien lleve a cabo la explotación agrícola en la modalidad de aparcería, quien determine la realización de inversiones permitidas y en su caso disponga la realización de una explotación excepcional, en este último caso con previa autorización del Comité de Vigilancia.

El patrimonio fiduciario está definido con precisión y detalle en la cláusula 2.1 del Contrato y comprende los montos resultantes de la integración de los TM en cumplimiento del programa de Emisión; los inmuebles rurales a ser adquiridos y todos los derechos y acciones derivados, directa e indirectamente del derecho de propiedad sobre los mismos; todos los fondos y derechos que se generen bajo los contratos de arrendamiento, de aparcería de las

actividades accesorias y de la explotación excepcional; las inversiones permitidas y sus resultados, los derechos derivados de las garantías constituidas a favor del patrimonio bajo los contratos precitados y en general todos los fondos existentes en las cuentas fiduciarias.

El fideicomiso tendrá, al igual que los valores un **plazo de 15 años desde el Primer día de la Emisión**. Este plazo podrá ser prorrogado hasta por tres años más mediante decisión de Beneficiarios Mayoritarios en Asamblea; o incluso por un plazo aún mayor pero en este caso deberá ser resuelto por los Beneficiarios Supra Mayoritarios en Asamblea y contar con el previo consentimiento acumulativo del Fiduciario y del Operador. Como es de estilo, en la convención está prevista la extinción y liquidación anticipada por decisión de Beneficiarios Supra Mayoritarios por recomendación del Operador (c. 13).

2. Condiciones suspensivas y resolutorias (c. 15).

Es regla que en estas convenciones se establezcan condiciones que suspendan la eficacia contractual o determinen su extinción. Las condiciones suspensivas previstas son: que el BCU inscriba el Fideicomiso y los Valores en los registros respectivos; que dentro de los cuatro años siguientes se realice al menos una emisión valores por haberse alcanzado la suscripción del Monto Mínimo de Emisión y que el Fiduciario, en su rol de Entidad Registrante, haya inscripto los valores emitidos en el Registro de Valores Escriturales.

Las condiciones resolutorias son: que el BCU no inscriba el Fideicomiso y los valores en el plazo de un año desde el otorgamiento del Contrato; si hubiesen transcurrido cuatro años sin que se concrete la Primera Emisión y en tercer lugar cuando lo decidan los Beneficiarios Supra Mayoritarios en Asamblea por la ocurrencia de los siguientes eventos

- a) que el plazo de dos años desde la Emisión no se obtuviera la Autorización de Tierras (Ley 18.092), o
- b) si el régimen legal o las autoridades competentes impidieran al Fiduciario ser titular de inmuebles rurales a nombre del Fideicomiso como lo dispone la citada norma legal. En estos casos y por tratarse de eventos ajenos a la voluntad y acción de las partes, la resolución será sin responsabilidad para ninguna de las ellas.

3. El Programa de Emisión de los Certificados Mixtos y derechos que otorgan a los Beneficiarios.

Realizadas las inscripciones y obtenida la autorización en la órbita del ente regulador para la emisión de valores mediante oferta pública, dentro de los 60 días siguientes el Fiduciario procederá a ejecutar la indelegable y principal obligación de emitir los Certificados Mixtos en las condiciones estipuladas en el Prospecto y en las cláusulas 3 y 7 del Contrato.

Los valores serán **escriturales**, de **oferta pública** y se emitirán por hasta un máximo de USD50.000.000 y un mínimo de USD30.000.000.

La suscripción se hará en dos etapas o tramos. Habrá un **Tramo Minorista** (no competitivo o retail) a realizarse en BEVSA con un máximo del 10% del Monto Máximo de la Emisión (USD5.000.000) y con límite de USD500.000 por cuenta inversora.

El segundo, denominado **Tramo General** (mayorista o competitivo), se realizará también en BEVSA en dos instancias el mismo día: de 10 a 12 hs. y de 13 a 15 hs. En este momento Agropecuaria del Litoral SA debe suscribir valores por un mínimo de USD1.500.000 y un máximo de USD2.500.000, de forma tal que el monto máximo de adjudicación en ambos Tramos ascienda como máximo a USD47.500.000 como cierre del período de suscripción y una vez finalizada la competencia del Tramo General.

La adjudicación se hará, lógicamente, primero de los valores suscriptos en el tramo minorista y luego el mayorista. Para el Tramo Minorista se confiere la opción de hacer una integración total de lo suscripto y adjudicado en la Fecha de Integración Inicial, o podrá integrar lo que se defina como Integración Inicial y el saldo mediante Capital Calls (requerimientos de pago) que reciba del Fiduciario. En el Tramo General no habrá opción, todos deberán integrar mediante Capital Calls.

El carácter mixto de los valores significa precisamente que se combinan bajo un mismo títulos dos derechos: el puramente **crediticio** donde el emisor asume una deuda que se obliga a amortizar en determinado plazo y a pagar una renta o interés fijo y por otro lado un derecho de participación en el dominio del fideicomiso, que consiste en una cuota ideal o abstracta del mismo y se materializa en recuperar la inversión con la enajenación del patrimonio a la extinción del contrato y cobrar las utilidades variables del negocio que se hayan generado durante su vida.

En la nomenclatura contractual, esta característica binaria de los CM está expresada bajo las denominaciones Componente Deuda y Componente Participación (cláusula 7). En cuanto a la forma y oportunidades de cobro de las rentas, fijas y variables, cabe puntualizar lo siguiente:

a) En su componente de deuda, el Fideicomiso adeudará a cada Titular una suma de capital de USD250 por cada TM emitido, más un interés compensatorio de 6% efectivo anual, pagaderos en la Fecha de Pago Final y en las Fechas de Pago Anual, respectivamente. Si no se pagaran tres vencimientos consecutivos (tres Fechas de Pago Anual), tal incumplimiento dará lugar al **vencimiento anticipado** de todo lo adeudado del componente deuda bajo los TM en concepto de capital más los intereses compensatorios y moratorios a una tasa efectiva anual del 9%.

b) En su componente de participación, los Titulares recibirán, en proporción a su participación:

(i) anualmente los eventuales *Fondos Netos Anuales Distribuibles* en cada *Fecha de Pago Anual*,

(ii) a la extinción del Fideicomiso los eventuales *Fondos Netos Remanentes* y

(iii) su participación en las *Sumas Excedentes* provenientes de cada *Distribución Anticipada*; en todos los casos deberá estarse a la definición de los términos en mayúscula que surgen de la primera cláusula del Contrato (Definiciones).

III – Análisis de contingencias.

En este segmento se analizan, por un lado los requisitos normativos para la formación válida y eficaz de la voluntad de las partes y por otro, atendiendo al interés del inversor beneficiario, las circunstancias que puedan representar riesgos de cumplimiento y las herramientas previstas para mitigarlos.

(i) Capacidad y legitimación de los contrayentes.

Según surge declarado en el Prospecto Informativo **Winterbotham Fiduciaria SA Administradora de Fondos de Inversión** está autorizada por el BCU para desempeñarse como fiduciario financiero en Uruguay desde el día **16 de febrero de 2005**. Luce asimismo el organigrama social con detalle de la integración del Directorio, su administración y sindicatura. Consta la auditoría externa, las prácticas de gobierno corporativo adoptadas y tiene acuerdo de tercerización de algunos servicios con *The Winterbotham Trust Company (Uruguay) SA*, tercerización que fue aprobada por el BCU según resolución de la Superintendencia de Servicios Financieros de fecha 12/7/2017 (Anexo IV del Contrato).

Agropecuaria del Litoral SA asume en la estructura un rol multifacético: es el Fideicomitente al firmar el Compromiso de Suscripción e Integración, es el Operador del proyecto en todas sus etapas y en principio será el Aparcero que realice la explotación agrícola. En tales sentidos se deberá tener en cuenta la información que surge del capítulo IX del Prospecto. Cabe aquí consignar que allí se manifiesta que se trata de una persona jurídica hábil, vigente, inscripta en el RUT de la DGI, con domicilio social en Montevideo. Fue constituida bajo la denominación Demilor SA por acta de fecha 23/12/2002, aprobada por la AIN el 5/2/2003 e inscripta en el Registro de Personas Jurídicas, Sección Registro Nacional de Comercio con el N° 1062 el 20/2/2003. Por resolución de Asamblea Extraordinaria de 14/12/2004 se modificó su nombre por el actual, modificación de estatutos que fue aprobada por la AIN el 4/2/2005 e inscrita en el Registro de Personas Jurídicas sección Registro Nacional de Comercio con el N° 1313 de 28/2/2005. Las tareas y obligaciones que asume bajo todos los contratos de la estructura están comprendidos en su objeto social.

(ii) El cumplimiento de los Certificados Mixtos.

Como se adelantara, este bloque está centrado en los aspectos más sensibles desde la perspectiva de los beneficiarios y en orden al óptimo desarrollo del emprendimiento agrícola ganadero como clave para la satisfacción de los derechos que otorgan los valores. En tal sentido y sin desmedro de otros enfoques, merecen destaque los siguientes tópicos:

- a) La Implantación del proyecto en todas sus etapas: selección y adquisición de los inmuebles rurales, mejoras en riego, ejecución de las diversas explotaciones, selección de arrendatarios y la desinversión al momento de la extinción mediante la enajenación de los campos, pago de todas las deudas y gastos y distribución del remanente entre los beneficiarios.

- b) 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 actuación del Comité de Vigilancia;
- c) Régimen de responsabilidad de las partes.

a) La Implantación y la gestión del Proyecto.

Este es el núcleo del negocio. Las pautas centrales las encontramos en las cláusulas 4 y 5 del Contrato, que guardan armonía con las disposiciones del Contrato de Operación y sus respectivos anexos explicativos, a cuya lectura pormenorizada cabe estar. En este informe cabe señalar los hitos principales que hacen al Proyecto: el proceso de adquisición y enajenación de los inmuebles; las autorizaciones administrativas previas y concomitantes que deberá gestionar el Fideicomiso; la explotación agropecuaria con sus variantes y las actividades accesorias y la explotación excepcional.

1. Adquisición y enajenación de los inmuebles.

Intervienen en estos procedimientos el Operador, el Fiduciario y el Comité de Vigilancia (el Comité), pero es el primero el que asume el rol central, en la medida que asume las obligaciones que justificaron su contratación. Así pues, el Operador debe detectar, seleccionar los inmuebles que tengan aptitud para desarrollar la actividad y elaborar un Informe de Adquisición que notificará al Fiduciario y al Comité, con un precio que será considerado el máximo a ofrecer por la compra (precio neto, sin gastos). El Comité tendrá un plazo máximo de 10 días hábiles para aprobar la Adquisición y podrá objetarla por razones de precio si éste supera en un 10% el valor que surja de dos tasaciones que el Operador adjunte como parte del Informe de Tasación. El silencio del Comité tendrá eficacia de aceptación tácita y habilitará la segunda etapa que es la recomendación del Operador al Fiduciario para suscribir un contrato preliminar (boleto de reserva) con el futuro vendedor y se iniciará el estudio legal de la titulación. Finalizado este análisis y descartado cualquier obstáculo insubsanable en los títulos, el Operador evaluará si recomiendo la compra al Fiduciario con previa aprobación del Comité. En caso que decida recomendar la compra se lo hará saber al Fiduciario quien procederá a cumplir los actos necesarios para la Adquisición definitiva; caso contrario, se cancelará el contrato preliminar sin responsabilidad para el Fideicomiso.

El proceso de enajenación se ubica hacia el final de la vida del Fideicomiso y es instrumentalmente previo a su extinción y pago a los beneficiarios. El Operador en este caso ofrecerá y negociará la venta con posibles interesados, cumpliendo los mismos pasos pero en sentido inverso a los que vienen de comentarse para la compra. El Comité tendrá el mismo plazo para oponerse en forma fundada a la enajenación, quedando tácitamente consentida si nada dijera.

No obstante, este protocolo para la enajenación plantea un corte temporal relevante en el apartado 4.4 C) del Contrato, al señalar que si la venta se realiza **dentro de los primeros cinco años** desde la primera Emisión, su producido neto permanecerá en el patrimonio fiduciario para su reinversión en otros campos por el mismo procedimiento de Adquisición que viene dicho. Si la venta se produce luego de ese primer quinquenio, el Operador comunicará al

Fiduciario para que éste convoque a los Beneficiarios quienes por mayoría de Beneficiarios Mayoritarios decidirán: si el producto de la venta permanece en el patrimonio para su reinversión en otros inmuebles, o se mantiene hasta el cierre del Ejercicio Contable y se distribuye en la Fecha de Pago Anual correspondiente a ese ejercicio.

2. Autorizaciones y gestiones administrativas del Proyecto.

La implementación del Proyecto implica realizar una serie de gestiones, permisos y autorizaciones de fuente legal y reglamentaria, que se distribuyen en las convenciones entre el Fiduciario y el Operador, según los casos.

Como viene dicho en el segmento anterior, lo primero es comprar la tierra. En este sentido nos encontramos con la Ley 18.092 y su reglamentación, que establece limitaciones para ser titular de inmuebles rurales y explotaciones agropecuarias, cuya teleología es nominalizar la propiedad o tenencia de los inmuebles rurales. En concreto en cuanto aquí importa, la normativa dispone 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 propia ley y de su reglamentación (Decreto 225/007 y las modificaciones del Decreto 201/008); de cuya interpretación armónica parece claro que en el elenco de excepciones se encuentran los fiduciarios de fideicomisos financieros comprendidos en la Ley 17.703. Por ello el Contrato pone a cargo del Fiduciario, titular del patrimonio autónomo, gestionar la denominada "Autorización de Tierra" ante el Poder Ejecutivo para adquirir los inmuebles y en su caso la respectiva "Ampliación de Autorización de Tierras" para los casos en que el Fideicomiso decida sustituir o incorporar nuevos inmuebles por los procedimientos explicados en el apartado anterior. Cabe aquí recordar que esta autorización tiene rango de condición resolutoria (c. 15 del Contrato).

También compete al Fiduciario la gestión de ofrecimiento al Instituto Nacional de Colonización según lo ordenado por el art. 35 de la Ley 11.029 con las modificaciones de la Ley 18.187, en cada ocasión de compra o venta de inmuebles. A rigor no se trata de una autorización o permiso, sino de un derecho de preferencia (tanteo) que se otorga al INC para la adquisición de inmuebles rurales con determinadas características. No se debe perder de vista que, accesoriamente, el Gobierno Departamental puede ejercer este derecho de preferencia según art. 66 de la Ley 18.308.

Por su parte, la explotación agropecuaria a desarrollar podrá requerir determinados permisos o autorizaciones administrativas relacionadas con la explotación que se trate. Eventualmente y a título de ejemplo, las autorizaciones ambientales que expide la DINAMA – MVOTMA según Decreto N° 349/005, los permisos forestales ante la Dirección Forestal de MGAP cuando se decida realizarla como Actividad Accesorio o Explotación Excepcional y muy especialmente se deberán observar las disposiciones de la reciente Ley 19.553 sobre riesgo con destino agrario, en tanto se modifican disposiciones sobre concesiones para riego de su predecesora Ley 16.858 y demás normas relacionadas.

3. La explotación agropecuaria. Aparcería agrícola y ganadería.

La cláusula 1.1.2 del Contrato establece como principio que el Fideicomiso no realizará en forma directa la explotación “...sino que se procurará generar una renta celebrando Contratos de Aparcería con el Aparcero, así como Arrendamientos con los Arrendatarios, todo ello según se detalla más adelante en el presente Contrato y en el Contrato de Operación”. Por lo cual, es Agropecuaria del Litoral quien en principio se obliga a realizar la explotación. Ahora bien, en el referido contrato de Operación, su cláusula 5 y bajo el rótulo “Explotación Agropecuaria” se desdobra en dos: la explotación agraria bajo la modalidad contractual de aparcería y la explotación ganadera bajo la modalidad del arrendamiento rural.

Explotación Agrícola. Para las hectáreas que el Operador haya seleccionado como Agrícola, el Operador hará la explotación en forma directa firmando con el Fiduciario un contrato de Aparcería según el modelo señalado como Anexo B. La realización de los cultivos seguirá las previsiones del Plan de Negocios según se trate de secano o con implementación de sistemas de riego cuya instalación será contratada pero bajo supervisión del Operador. Éste asumirá los costos de la explotación agrícola, excluidos los gastos post-cosecha y se previene que todos los bienes derivados de esta explotación será enajenada a terceros.

Por su parte, el contrato de Aparcería establece, conforme a su definición jurídica, que el tomador realizará en las zonas designadas y entregadas por el dador, la explotación agrícola contratada y la distribución de los frutos derivados entre las partes. El tomador se obliga a iniciar la explotación dentro de los 30 días de recibida la tenencia. La comercialización de la producción estará a cargo del Tomador por cuenta y orden del Dador (Fiduciario) dentro de los 12 meses siguientes de finalizado el ciclo agrícola, requiriéndose autorización del Comité de Vigilancia para extender este plazo. En cuanto al precio de la aparcería el artículo 2 establece que en la distribución de frutos **corresponderá al Dador el 20% de la Producción Bruta de Invierno y el 27% de la Producción Bruta de Verano.**

Explotación ganadera. En este caso el Fiduciario celebrará también con el Operador los contratos de Arrendamientos (anexo C) para aquellas áreas destinadas a dicho fin en el Plan. Si bien firmará como arrendatario, está previsto en el modelo y será la regla, **el sub arrendamiento a terceros** para realizar esta explotación ganadera, o en su caso, otras modalidades como el comodato, pastoreo, capitalización de ganado, etc.). Las condiciones de plazo, precio y obligaciones de las partes están diagramadas en la cláusula 7 del Contrato de Operación que coinciden modelo de Arrendamiento Rural anexo, a cuya lectura cabe estar en honor a la brevedad, y se adecuan a las disposiciones del Decreto Ley 14.384, Ley 16.223 y artículo 1782 del Código Civil.

4. Actividades Accesorias y Explotación Excepcional.

En aquellas áreas que el Operador considere que no son aptas para agricultura y ganadería, se podrán realizar Actividades Accesorias, incluyendo la forestación y en la medida que reporte alguna utilidad al Fideicomiso. En tal caso, el Operador cumplirá con recomendar y asistir al Fiduciario en las

contrataciones específicas para llevar a cabo, **pero no asumirá ningún riesgo o responsabilidad por el control** en la ejecución de estas actividades, lo cual recaerá sobre el Fiduciario. Estas Actividades Accesorias deberán contar con la aprobación previa del Comité de Vigilancia (C. 8 contrato de Operación).

La Explotación Excepcional está definida en la **cláusula 4.3.2** como aquella que el Operador recomiende al Fiduciario, realizar en alguno o algunos de los inmuebles. Se trata de **razones de oportunidad o necesidad transitoria** que sugieran al Operador recomendar determinada explotación que podrá ejecutar en forma directa o a través de terceros contratados por el Fiduciario. Si bien no lo dice expresamente, se infiere que el carácter excepcional refiere a que sea distinta a la agricultura o ganadería y sobre todo que sea de carácter transitorio, coyuntural. El Operador hará un informe que someterá a la aprobación tácita del Comité de Vigilancia en el plazo de 10 días hábiles, vencidos los cuales sin oposición se procederá por el Fiduciario a instrumentar los contratos para la explotación, ya sea con el Operador o con un tercero.

b) Actuación del Comité de Vigilancia.

En este tipo de estructura fiduciarias, donde el retorno de la inversión depende básicamente del éxito del emprendimiento productivo, es de vital importancia tener muy presente las potestades de los Beneficiarios en orden a la fiscalización del negocio y las prerrogativas de actuación para corregir los posibles desvíos. En tal sentido, se impone una atenta lectura a la cláusula 12 del Contrato que establece el elenco de actuación de los Titulares y sobre todo las competencias de la Asamblea de Beneficiarios como su órgano político (c. 12.5). Cabe Advertir que de acuerdo al artículo 122 de la RNMV no se admite que Entidades Vinculadas al Fiduciario, si fueran titulares de CM, participen en las Asambleas de Beneficiarios.

Empero, en este informe haremos algunos comentarios sobre la actuación del Comité de Vigilancia, en la medida que asume un papel protagónico e imprescindible en la marcha del negocio como órgano fiscalizador al servicio de la Asamblea.

En relación a las atribuciones del órgano, se pueden clasificar en atribuciones de control, verificación e información, ejercidas en las distintas etapas y con las más amplias potestades de fiscalización, revisión y consulta. Sus atribuciones principales están listadas en la **cláusula 8.3 literal (G)** del Contrato, donde además de las ya mencionadas potestades de aprobar o descartar las ofertas de compra y venta, modificaciones en los modelos de aparcería y arrendamientos, actividades accesorias, explotación excepcional; cabe destacar:

- a)** controlar el cumplimiento por el Operador de todas sus obligaciones asumidas en todos los contratos que suscribe,
- b)** verificar que la información proporcionada a los Beneficiarios sea suficiente, completa y veraz,
- c)** sugerir la prórroga o reducción del plazo del Fideicomiso,
- d)** Autorizar la contratación de Entidades Vinculadas al Operador, cuando ello sea exigible,
- e)** Constatar que las inversiones y gastos del Fideicomiso sean acordes a lo pactado en los contratos y

- f) Ejercer la facultad de oposición cuando así lo considere, por ejemplo: contra la aprobación de Gastos Extraordinarios y contra la aprobación del Presupuesto Anual del Fideicomiso.

c) Régimen de responsabilidad de las partes.

Lo primero que se debe consignar es que el régimen de responsabilidad que asumen las partes (Fiduciario y Operador) es de naturaleza subjetiva pues la culpa es el factor de atribución. En cuanto al Fiduciario el artículo 16 de la Ley 17.703 establece el estándar abstracto de **“prudencia y diligencia del buen hombre de negocios”**. Establece la norma que: *“Si faltare a sus obligaciones será responsable frente al fideicomitente y al beneficiario, por los daños y perjuicios que resultaren 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...”*.

La figura del Operador no es intrínseca al negocio fiduciario, por lo cual mal podría estar regulada en la ley de fideicomiso. No obstante y en cuanto al criterio que se comenta, se aplica un estándar de conducta muy similar, que viene dado por el artículo 83 de la Ley 16.060 en la medida que se trata de una sociedad comercial: *“lealtad y diligencia del buen hombre de negocios”*. En cuanto a la regulación interna de la responsabilidad de fuente convencional, se establecen limitaciones recíprocas, fuera claro está, de los casos en que incurran en dolo o culpa grave, hipótesis donde ambos responderán en forma directa y con su propio patrimonio.

Yendo al Contrato y en cuanto al Fiduciario lo medular está disciplinado en la cláusula 10. Allí se dispone que el Fiduciario podrá ser removido por justa causa por Beneficiarios Supra Mayoritarios, entendiéndose por *justa causa* cuando cometiera un **incumplimiento de obligaciones a su cargo o por la ocurrencia de alguno de estos tres eventos:**

- a) pérdida de alguna de las condiciones legales o reglamentarias para ser fiduciario financiero,
- b) por la disolución o liquidación o concurso,
- c) por la cancelación de su inscripción como fiduciario dispuesta por el BCU; **y siempre que no subsanara cualquiera de estos supuestos en el plazo de 15 días.**

En cuanto a Agropecuaria del Litoral SA como Operador, debemos remitirnos a las **cláusulas 24 y 25 del contrato de Operación**. En este caso la misma mayoría de Beneficiarios deberá instruir al Fiduciario para que notifique al Operador la ocurrencia de un incumplimiento que constituya justa causa para su remoción, otorgándose un plazo de 30 días de subsanación. La remoción por justa causa procederá cuando:

- a) se decrete contra el Operador un embargo o medida cautelar por un monto acumulado superior al 10% del monto de los valores emitidos y en circulación,
- b) en casos de disolución, liquidación o concurso, c) si se produjere un cambio de control en el Operador sin la autorización previa de los Beneficiarios Mayoritarios,

- d) en caso de incumplimiento grave de las obligaciones sustanciales asumidas,
- e) si hay un desvío de los estándares mínimos de gestión pactados en el contrato,
- f) en caso que el Operador incumpla su obligación de integrar los Valores bajo el Compromiso de suscripción e integración y el atraso supere el plazo de 90 días,
- g) cuando la Calificación de Riesgo de los Títulos otorgara una calificación inferior al grado inversor y dicha circunstancia sea exclusivamente atribuible a la mala gestión del Operador y
- j) por su mal desempeño cuando se configure alguna de estas causales y así lo establezca un informe del Comité de Vigilancia.

IV – Comentarios finales y conclusiones.

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.

Los Certificados Mixtos son escriturales, indivisibles, de oferta pública y se prevé su cotización bursátil. Según los artículos 25 y 27 de la Ley 17.703, son títulos valores y se rigen en lo pertinente por el Decreto Ley 14.701, según remisión expresa de las normas precitadas. Se establece que son indivisibles en cuanto a sus componentes de deuda y de participación.

El patrimonio fiduciario responde únicamente por las obligaciones establecidas en el Contrato de Fideicomiso y derivadas de la emisión. Este patrimonio no responde por deudas del Fiduciario o de los Fideicomitentes (art. 7 Ley 17.703). Contrapartida de lo anterior, el patrimonio del Fiduciario no responderá por las obligaciones contraídas en la ejecución del fideicomiso, las que serán satisfechas con los bienes fideicomitidos (art. 8 Ley 17.703).

Está disciplinada en la cláusula 6.3 del Contrato en forma suficiente, la obligación indelegable del Fiduciario de rendir cuentas (artículo 18 de la Ley).

El Contrato de Fideicomiso define en forma clara y suficiente su objeto, las instrucciones, funciones y responsabilidades del Fiduciario. Las partes se encuentran autorizadas por el ordenamiento jurídico a participar en el negocio fiduciario proyectado. Asimismo presenta herramientas solventes para corregir eventuales incumplimientos de las partes.

Resultan de aplicación y están previstas en la estructura, las disposiciones de la Ley 18.627 y la RNMV del BCU, tanto sobre las exigencias para la emisión como las que debe observar el Fiduciario en su rol de Entidad Registrante de los Títulos y BEVSA como Entidad Representante de los Titulares.

En síntesis y contemplando todos los aspectos involucrados, el negocio fiduciario proyectado cuenta con un razonable grado de cobertura, no advirtiendo riesgos jurídicos asociados al proceso de emisión.

Montevideo, 6 de junio de 2018.-



Dr. Leandro Rama