

CARE

CALIFICADORA DE RIESGO

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

Montevideo, noviembre de 2019

4	RESUMEN GENERAL
6	I INTRODUCCIÓN
10	II EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACION
12	III LA ADMINISTRACION
16	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS
24	V EL ENTORNO
34	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

Actualización de la Calificación Oferta Pública 21 - noviembre - 2019

Denominación:	Fideicomiso Financiero Fondo de Tierras Uruguay
Fiduciario:	Winterbotham Fiduciaria SA Administradora de Fondos de Inversión.
Operador Administrador y Organizador:	Farm & Forestry Managment Services SRL (FMS)
Agente de Registro y Pago:	Winterbotham Fiduciaria SA Administradora de Fondos de Inversión.
Entidad Representante:	Bolsa Electrónica de Valores Sociedad Anónima
Títulos emitidos:	Certificados de participación
Moneda:	Dólares americanos
Importe de la emisión:	USD 52.010.000
Fecha de la emisión:	24 de abril 2013
Plazo:	12 años
Distribuciones:	Anuales según resultados de ingresos por arrendamiento neto de costos y provisiones
Activos del Fideicomiso:	Inmuebles rurales con destino a arrendamiento y explotación, contratos de arrendamiento, pastoreo, entre otros.
Vigencia:	30 de abril de 2020
Calificación de Riesgo:	BB (uy) ¹
Manual utilizado:	Manual Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros

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

Resumen General

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

- Transcurrido poco más de la mitad del plazo original del fideicomiso, persisten las dificultades para la concreción del plan de negocios original en lo que refiere al arrendamiento de los campos, lo que supone un desmejoramiento de las estimaciones de los resultados esperados. El bajo porcentaje de las superficies arrendadas genera dudas sobre la tasa de valorización esperada de los campos. En este último año se ha logrado avanzar en el arrendamiento de tres de los campos que estaban parcialmente desocupados; no obstante, ese dato positivo aún no se puede afirmar que se hayan superado las dificultades del proyecto.
- Existe incertidumbre en cuanto a la posibilidad de alcanzar TIRs aceptables a partir de la tasación realizada a fines de 2018, que confirma la tendencia ya marcada en anteriores tasaciones, la cual informa que el valor de los campos está un 17,8% en dólares corrientes por debajo del de la compra, porcentaje que sería apenas mayor a las reducciones reportadas por DIEA para el promedio de las tierras del país.

Otros aspectos salientes de la calificación son:

- Una construcción financiera que desde el punto de vista jurídico ofrece las garantías necesarias tal como se aprecia en el informe jurídico de la calificación original (Véase www.care.com.uy).
- Una administración del fideicomiso en la que se han verificado diferencias en su gobernanza que no favorecen el buen funcionamiento del mismo.
- En este período se sigue verificando un desvío entre los ingresos de arrendamientos proyectados y los reales.
- En enero de 2019 se concretó el arrendamiento completo de uno de los campos de Artigas, en un contrato a 8 años de plazo para una explotación agrícola ganadera; no obstante la entrega del 100% de la superficie fue dilatada en el tiempo ya que hubo que negociar con el arrendatario anterior y un ocupante en el campo. Según informa el fiduciario, en noviembre de 2019 se firmó el arrendamiento del campo vecino, al mismo productor que se le arrendó el primer campo, y de esta forma se habría solucionado el arrendamiento de dos de los tres campos de Artigas. El 30 de abril de 2019 se firmó el arrendamiento por 5 años del campo ubicado en Lavalleja; en los primeros dos trimestres se ocupó solamente el 50% del campo y a partir de noviembre de 2019 se toma la totalidad
- A junio de 2019 el 44% de la superficie de los campos estaba bajo contrato de arrendamiento o pastoreo; esa cifra aumentaría al 60% hacia fines de año con la entrega competa de los dos campos de Artigas y el de Lavalleja²

² Este porcentaje considera el arrendamiento de la Quinta 28, cuyo arrendatario se encuentra en Concurso Judicial y no está pagando la renta.

- La reducción en los precios de los campos, sumado a la baja ocupación de los mismos determina que el cap-rate alcanzado en el año 2018 (1,4%) esté por debajo de lo esperado en el prospecto original, siendo también menor a las aceptables según diferentes estimaciones tanto de CARE como del Comité de Vigilancia. Para el año 2019 no se espera que ese indicador mejore sustancialmente ya que buena parte de los campos recientemente arrendados estuvieron buena parte del año vacíos.
- La tasa de valorización de los campos necesaria para alcanzar el valor de compra en el período máximo de duración del fideicomiso (sin prórroga), se ubica entre 1,6 y 8,6% anual, según el campo. Para el promedio de los campos la valorización anual debería ser del 3,3% anual durante los 6 años que restan, solamente para recuperar el valor de compra; porcentaje que si bien no es desconocido no se puede afirmar que se alcance³.
- Para el caso de los commodities alimenticios, con excepción actualmente de la carne vacuna, se espera para el mediano plazo un mantenimiento de la actual situación de precios bajos, como resultado de que el crecimiento de la producción ha venido superando al consumo, situación que se mantendría en los próximos años. De esta forma, se proyecta para el mediano plazo una disminución de los precios reales de los alimentos, aunque sí crecerán en términos nominales. Asimismo, se espera que luego de varios años de condiciones de mercado relativamente tranquilas, los mercados agrícolas mundiales enfrenten riesgos crecientes, incluida la incertidumbre política por las tensiones comerciales.
- El mercado de tierra agrícola, si bien está afectado por coyunturas de oferta y demanda de corto plazo así como de decisiones nacionales e internacionales de políticas que afecten el tipo de cambio real, para el largo plazo presenta tendencias de incremento en sus precios, como ha sido el comportamiento histórico. Esta tendencia general, puede estar afectada en este caso en particular por la escasa demanda por arrendamientos que parecen presentar algunos de los campos.
- En cuanto a las políticas públicas sectoriales, no se perciben riesgos en este sentido.

³ El valor patrimonial del fideicomiso se encuentra en la actualidad en 11 millones de dólares por debajo de la emisión.

I. INTRODUCCIÓN

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

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

La calificación de riesgo supone la expresión de un punto de vista especializado por parte de una empresa autorizada a ese propósito por el Banco Central del Uruguay (BCU), que realiza la supervisión y control del sistema financiero, así como de las calificadoras de riesgo. La nota obtenida no representa no obstante una recomendación o una garantía de CARE para futuros inversores, y por tanto la calificación debe considerarse a los efectos de cualquier decisión como un punto de vista a considerar entre otros. CARE no audita ni verifica la exactitud de la información presentada, la que sin embargo procede de fuentes confiables a su juicio⁴.

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

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

La vigencia de la calificación es hasta el 30 de abril de 2020. No obstante la misma puede variar ante la aparición de hechos relevantes.

2. Antecedentes generales y hechos salientes del período

El Fideicomiso Financiero Fondo de Tierras Uruguay tiene como objetivo proveer a los inversores retornos a largo plazo logrados esencialmente a través de la valorización del activo tierra, y a la vez, aunque en menor medida, del producto del arrendamiento de esas tierras.

⁴ CARE no se responsabiliza por el uso que de este informe se haga por parte de terceros con otros fines para el que fue elaborado, máxime cuando se tomen del mismo aspectos parciales que distorsionen su real sentido.

Los antecedentes son:

- En abril de 2015, se completó el proceso de compra de campos alcanzando a las 13.492 hectáreas. Dicho proceso se ha realizado conforme a lo proyectado en el modelo de negocios del Prospecto de Emisión y su posterior modificación de 2013.
- El precio medio logrado en las transacciones fue de 3.572 dólares por hectárea; valor inferior al proyectado en el modelo de negocios, que era de 3.690 dólares.
- Se han constatado desde el inicio demoras en la implementación del plan de negocios en lo que refiere a la concreción de arrendamientos.
- A los efectos de monitorear el punto anterior, CARE contrató oportunamente un estudio de relevamiento de suelos con el fin de caracterizar los predios según aptitudes productivas y a partir de ellas estimar ingresos mínimos de arrendamiento.
- Se han dado ciertos diferendos entre los actores de la gobernanza del Fideicomiso.
- El Comité de Vigilancia entiende que a su criterio el cap rate mínimo al cual debería aspirarse es de 2,5 %, el cual no se está alcanzando, guarismo que en términos generales es compartido por CARE, como se verá más adelante.
- Sobre fines de 2017 se firmaron contratos para el inicio de la explotación agrícola en los campos del norte, por un total de 2.180 hectáreas en los tres campos. La experiencia no fue buena por problemas climáticos y de arrendatarios el fideicomiso no logró hacerse de las rentas. Para el 2018 solamente se arrendaron unas 300 hectáreas con esa finalidad en esos campos, y los resultados volvieron a ser muy malos con dificultades para el cobro de las rentas.
- Se llegó a un acuerdo respecto del diferendo existente con la compra del predio de San Isidro. De esta forma se liberó el depósito de parte del precio y se firmó el acuerdo con el vendedor. Esto implicó un ingreso adicional para el Fideicomiso de aproximadamente 800 mil dólares, y el compromiso del operador de gestionar ante la Dirección General Forestal una autorización de desmonte de un mínimo de 356 hectáreas; solicitud denegada por la DGF.
- La última tasación de los campos, realizada a diciembre de 2018 estiman un valor promedio de USD 2.935/ha, lo que representa un aumento de un 0,3%. El valor actual promedio de la hectárea del fideicomiso acumula una rebaja del valor con respecto a su valor de compra de un de un 17,8%. (equivale a USD 8.592.061).

Los hechos salientes del período son:

- Se concretó finalmente un contrato de arrendamiento a 8 años en uno de los predios de Artigas (La Arrocería). El arrendatario utilizará el 100% del campo para realizar una explotación agrícola-ganadera (921 hectáreas). La toma de posesión del campo por parte del nuevo arrendatario se vio demorada debido a que las instalaciones del establecimiento se encontraban ocupadas por el arrendatario arrocería, el cual no tenía contrato ni autorización para ello de parte del Fideicomiso, pero había sido autorizado por el anterior arrendatario.
- El 30 de abril de 2019 se firmó un contrato de arrendamiento por el 100% del campo de San Isidro, por un plazo de 5 años. En los primeros dos trimestres se utilizará la mitad del campo, y a partir de noviembre la totalidad del mismo. En este predio, el Fiduciario debió realizar una serie de inversiones en agua.
- La empresa que tasó los campos del Fideicomiso (Tasar), presentó una nueva tasación del predio San Juan corrigiendo el valor anterior, al haberse cometido un error. El nuevo valor modifica levemente algunos de los cuadros presentados en la actualización de abril, pero sin cambiar el sentido de lo informado.
- La Dirección General Forestal denegó la solicitud de desmonte presentada por el operador (FMS), como resultado de la transacción extrajudicial firmada el pasado año. FMS presentó descargos por no compartir los argumentos de la resolución, pero tal como se había dispuesto en el acuerdo extrajudicial, no se presentaron recursos a efectos de agotar la vía administrativa.
- Según informó el Fiduciario al cierre de este informe (noviembre) se firmó un contrato de arrendamiento a 8 años por la superficie mayoritaria libre de otro de los campos de Artigas (San Juan que es vecino de La Arrocería), al mismo productor que arrendó La Arrocería.
- A junio de 2019 el fiduciario informa que había arrendadas 4.762 hectáreas lo que representa el 35% de la superficie total; 32% en el informe anterior. Según el operador hay 5.997 hectáreas arrendadas (44%). La diferencia radica en que el fiduciario no considera las hectáreas sobre las cuales no se cobrará la renta y aquellas que por distintos motivos aún no se entregaron a los arrendatarios. En cualquiera de los casos permite llegar a la misma conclusión: hay un desvío importante frente a lo proyectado en el prospecto de emisión, así como en lo referente a las proyecciones realizadas por FMS.
- En febrero de 2019 la empresa Citrícola Salteña SA entró en concurso de acreedores. Esta situación determinó que a partir de esa fecha se dejara de cobrar el arrendamiento de uno de los predios del fideicomiso arrendado a esa empresa (una quinta de citrus). Por las rentas adeudadas, se deberá esperar a la resolución del Concurso y cobrar a prorrata con los demás acreedores. Se está atento a posibles interesados en arrendar este predio si el Síndico decide no continuar con el mismo.

- En noviembre de 2019 se publicó en la prensa un llamado a interesados en comprar o arrendar el establecimiento La Española, el más grande del Fideicomiso (5.267 has), que está sin arrendar en su mayor parte. Tiene un contrato de arrendamiento Forestal (ya forestado) y otra área (a forestar) que se encuentra a la espera de las autorizaciones de la DINAMA.

3. Información analizada

La nueva información analizada fue la siguiente:

- Información de carácter general y sectorial, de fuentes nacionales e internacionales, citadas en la realización de las Secciones IV y V, como notas al pie.
- Estados Contables intermedios del Fiduciario al 30/06/2019
- Estados Contables intermedios del Fideicomiso al 30/09/2019.
- Informes de Winterbotham Fiduciaria S.A. el último al segundo trimestre de 2019.
- Informes de actividades del operador, el último al segundo trimestre de 2019.
- Entrevistas con personal de FMS, del Fiduciario y del Comité de Vigilancia

II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

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

1. Descripción general

Denominación: Fideicomiso Financiero Fondo de Tierras Uruguay

Fiduciario: Winterbotham Fiduciaria SA Administradora de Fondos de Inversión.

Operador administrador: Farm & Forestry Management Services SRL.

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

Entidad Representante: Bolsa Electrónica de Valores S. A.

Cotización bursátil: Bolsa Electrónica de Valores S. A.

Organizador: Farm & Forestry Management Services SRL

Títulos emitidos: Certificados de participación

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

Moneda: Dólares

Importe de la Emisión: USD 52.010.000

Fecha de la Emisión: 24 de abril de 2013

Plazo: 12 años

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

Calificación de Riesgo: BB (uy)
Manual utilizado: Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros.

2. El análisis jurídico

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

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

3. Riesgos considerados

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

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

III. LA ADMINISTRACIÓN

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

1. La Fiduciaria

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

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

En esta oportunidad, la fiduciaria presenta EE.CC intermedios al 30/6/19. De los mismos se extrae la información que se expone en los cuadros siguientes:

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

Concepto	30/6/2019	31/12/2018	31/12/2017
Activo	36.023	29.289	22.131
Activo Corriente	2.339	1.419	4.131
Activo no Corriente	33.684	27.870	18.001
Pasivo	24.243	17.949	11.543
Pasivo Corriente	2.377	1.420	4.052
Pasivo no Corriente	21.867	16.529	7.491
Patrimonio	11.780	11.340	10.588
Total Pasivo y Patrimonio	36.023	29.289	22.130
Razón Corriente	0,98	1,00	1,02

Fuente: EE.CC Winterbotham

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

Concepto	30/6/2019	30/6/2018	31/12/2018
Ingreso de actividades ordinarias	4.129	2.026	5.176
Gastos de Administración	(3.823)	(2.514)	(4.865)
Resultado Operativo	307	(488)	311
Resultados de inversiones y financiamiento	518	438	771
Resultados antes de Impuestos	824	(51)	1.083
Impuesto a la Renta	(384)	(51)	(331)
Resultado del Ejercicio	440	(102)	752

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.

La firma administra o ha administrado varios fideicomisos financieros (de oferta pública o privados) así como otros de garantía.

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

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

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

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

En esta ocasión, el último cierre presentado con informe de auditoría independiente fue al 31/12/17; una versión preliminar de cierre al 31/12/18 remitida por la firma no permite suponer un cambio en dicha opinión.

3. El Fideicomiso

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

Habiendo culminado tiempo atrás la etapa de inversión en tierras, la administración debe cumplir con el objetivo de arrendar los campos adquiridos o, en su defecto, realizar explotaciones extraordinarias en los términos previstos en los contratos respectivos. De esto se da cuenta detalladamente en otra sección de este informe.

En el cuadro siguiente, se muestran los principales conceptos de la situación financiera del fideicomiso al 30/9/19 y su comparativo con periodos anteriores. Se definió como moneda funcional al dólar aunque, por razones legales, se presentan en moneda nacional.

Cuadro 3: Estado de Situación Financiera del Fideicomiso (miles \$)

Concepto	30/9/2019	31/12/2018	31/12/2017
Activo	1.521.479	1.338.662	1.193.313
Activo Corriente	91.860	87.293	55.213
Activo no Corriente	1.429.619	1.251.369	1.138.100
Pasivo	3.912	7.484	4.679
Pasivo Corriente	3.912	7.484	4.679
Pasivo no Corriente	-	-	-
Patrimonio	1.517.567	1.331.178	1.188.634
Total Pasivo y Patrimonio	1.521.479	1.338.662	1.193.313
Razón Corriente	23,48	11,66	11,80

Fuente: EE.CC del Fideicomiso

Si se convierte el patrimonio contable al cierre del periodo informado por el tipo de cambio de la fecha (36,939) se obtiene un valor de USD 41 millones (mismo nivel de diciembre de 2018) cifra inferior al valor de la emisión de USD 52 millones. El valor razonable de las propiedades de inversión (campos) se actualiza una vez al año por parte de peritos independientes; al 31/12/18 (última tasación disponible) el mismo fue estimado en algo más de USD 38.6 millones ligeramente menor al estimado un año atrás que era de USD 39.5 millones.

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

Cuadro 4: Estado de Resultados integrales del Fideicomiso (miles de \$)

Concepto	30/9/2019	30/9/2018	31/12/2018
Ingresos por actividades ordinarias	15.618	13.153	42.053
Costos asociados	(4.282)	(5.462)	(4.390)
Cambio en el valor razonable inversión	-	-	(28.919)
Resultado Operativo Bruto	11.335	7.691	8.744
Gastos de Administración y otros	(6.880)	(7.100)	(16.324)
Resultado Operativo	4.454	591	(7.581)
Otros ingresos	-	25.007	-
Otros egresos	(1.430)	(68)	-
Resultados financieros	1.354	634	1.184
Resultados antes IRAE	4.378	26.163	(6.397)
IRAE	(4.025)	(583)	(133)
Resultado del periodo	353	25.579	(6.530)
Ajuste por conversión	186.036	183.143	149.074
Resultado Integral del ejercicio	186.389	208.722	142.544

Fuente: EE.CC del Fideicomiso

Los resultados del periodo son positivos, en particular el resultado integral, producto de incorporar el ajuste por conversión (ajuste por tipo de cambio) es positivo. En términos de dólar los resultados permiten mantener el nivel patrimonial que había al término del ejercicio 2018, es decir, unos USD 11 millones por debajo de la emisión recibida.

4. Riesgos considerados:

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

Riesgo administración, Es notorio que al momento existen diversos problemas en el desempeño del fideicomiso, vinculados especialmente con la obtención de negocios de arrendamientos con las orientaciones previstas en las adquisiciones de los campos, lo que supone riesgo para la concreción de los objetivos del fideicomiso. Se considera que los desvíos constatados en la tasación de los campos no son aún totalmente concluyentes en cuanto al riesgo retorno de los inversores. *Riesgo medio bajo*.

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

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

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

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

1. Bienes fideicomitidos y aspectos descriptivos del proyecto

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

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

2. Gestión de los arrendamientos

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

Más allá de lo anterior, que puede o no ser compartible en cuanto a la cifra exacta, la dificultad en concretar arrendamientos arroja incertidumbre en la valorización esperada de los campos. El porcentaje de arrendamientos durante todo el año 2018 y hasta setiembre de 2019 estuvo por debajo del 50%, aunque estaría mejorando luego de la concreción del arrendamiento de dos campos en Artigas y el de San Isidro. De cualquier manera, hacia finales del año se alcanzaría al 60% de arrendamiento, un porcentaje igualmente bajo si se tiene en cuenta que el fideicomiso ya lleva más de 6 años en operación. Aún queda sin arrendar uno de los predios de Artigas y el campo más grande del fideicomiso, a lo que hay que agregar las posibles dificultades con el cobro de uno de los arrendamientos, que es una quinta de citrus que está arrendada a Citrícola Salteña SA, actualmente en concurso de acreedores.

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

Establecimiento	Área total	Dic-18		Jun-19	
		has	%	has	%
La Española	5.267	923	18%	923	18%
San Isidro	2.941	200	7%	1.470	50%
La Arrocería	921	475	52%	857	93%
San Juan	1.161	330	28%	613	53%
San Tomás	2.000	1.163	58%	933	47%
Quinta 28	394	394	100%	394	100%
El Ombú	182	182	100%	182	100%
Sopas	626	626	100%	626	100%
Total	13.492	4.292	32%	5.997	44%

Fuente: elaborado en base a los informes del Operador.

Las mayores dificultades para arrendar, se dieron en los predios de mayor tamaño y en los del norte del país (Artigas y Tacuarembó), los que representan más del 91% del área total. Luego de la definitiva salida de ALUR del potencial proyecto por el cual se compraron los campos de Artigas, sobre fines de 2017 se concretaron algunos contratos para realizar agricultura, lo que abrió mejores perspectivas para esos inmuebles. Sin embargo el no estar en la zona núcleo de este tipo de agricultura sumado a algunas limitantes de los propios arrendatarios y un año muy seco, la experiencia no colmó la expectativas creadas. Hoy en día, estaría quedando un 40% de la superficie por arrendar, en dos predios del norte: uno de Artigas y uno de Tacuarembó.

En el año 2018 el cap rate respecto al valor de compra fue de 1,4%, valor idéntico al del año anterior. Si se considera el cap rate sobre el valor de los campos en la última tasación (diciembre de 2018) el porcentaje aumenta a 1,7%, igualmente un valor menor al que debería esperarse razonablemente. No se dispone aún de los ingresos para el año 2019, pero no cabría esperar grandes cambios con relación a los años anteriores, ya que la ocupación de los predios arrendados en 2019 fue dilatada en el correr del año.

Cuadro 6. Cap Rate por establecimiento según valor de compra

Establecimiento	2016	2017	2018
La Española	1,60%	2,00%	1,70%
San Isidro	1,90%	1,20%	0,60%
La Arrocería	0,80%	0,70%	1,20%
San Juan	0,50%	0,80%	0,80%
San Tomás	3,70%	0,20%	0,70%
Quinta 28	4,00%	5,30%	4,90%
El Ombú	5,00%	2,60%	5,30%
Sopas	4,00%	2,20%	2,20%
Total	2,30%	1,40%	1,40%

Fuente: En base al Operador y Comité de Vigilancia

La calificadora contrató en su momento un trabajo sobre la capacidad de uso de los suelos de los establecimientos del fideicomiso, y –en base a ello– estimó una línea de base mínima en materia de arrendamientos, que situaban el Cap Rate esperable en 3.15% coincidente con el promedio nacional (para el primer semestre del 2019 ese promedio nacional se ubicaría en 2,7%). Por otra parte, el Comité de Vigilancia plantea para su evaluación de la marcha del fideicomiso, un “cap rate mínimo”, de 2.5%. El valor obtenido respecto al valor de compra resulta

insuficiente en la comparación con las dos referencias definidas oportunamente; también resulta insuficiente el cap rate respecto del valor de mercado actual de los campos.

Los últimos informes de DIEA sobre precios de arrendamientos y precios de la tierra (primer semestre del año 2019), muestran una recuperación en los precios de la tierra y una caída en los arrendamientos con relación al año anterior (+15 y -6% respectivamente)⁵. El valor medio de los arrendamientos se estima en 103 dólares/ha mientras que el valor medio de la tierra es 3.756 dólares/ha, lo que determina un cap rate a nivel nacional de 2,7%.

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

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

3. El precio de compra y valoración actual.

No se disponen de nuevas tasaciones, las cuales se realizan cada año al finalizar el mismo. La última tasación es a diciembre de 2018, en esta oportunidad con un nuevo tasador (Tasar). Esa nueva tasación mostró cambios importantes en algunos de los establecimientos, seguramente explicado por la subjetividad del nuevo tasador, aunque a nivel del conjunto del portafolio, el valor de la tasación se mantuvo prácticamente igual a 2017 (aumento del 0,3%). El valor total de las tierras del fideicomiso en la última tasación al 31 de diciembre de 2018, mostró una reducción de un 17,8% con respecto al valor de compra.

Si se analiza la situación particular de cada uno de los campos del portafolio con la información a diciembre de 2018, se observa que el comportamiento no ha sido el mismo en todos los casos, algunos han bajado mucho más que otros, incluso alguno ha mejorado su valor de tasación, en un mercado que en general ha sido también a la baja⁶. En el siguiente cuadro se presenta la relación de los precios de la última tasación y el valor de compra, para cada uno de los campos, para el promedio ponderado y también la misma variación para el promedio nacional de acuerdo a la información que publica DIEA.

Cuadro 7. Valor de los campos a diciembre de 2018 respecto de su valor de Compra

Establecimiento	Variación
La Española - Tacuarembó	-7,1%
San Juan - Artigas	-11,0%
San Isidro - Lavalleja	-23,8%
La Arrocería - Artigas	-39,0%
San Tomás - Artigas	-30,4%
Quinta 28 - Paysandú	8,7%
El Ombú - Canelones	20,8%
Sopas - Salto	-8,2%
PROMEDIO FIDEICOMISO	-17,8%
Promedio DIEA (2018/2014)	- 17,2

Fuente: CARE.

⁵. Como se verá en mayor detalle en la Sección V, los precios de la tierra en el año 2019 se estimaron con un número relativamente bajo de transacciones, por lo que el valor puede estar influenciado por negocios concretos o calidades promedio de las tierras muy distintas.

⁶. Como bien se detalla en la Sección V, los campos en el Uruguay perdieron valor entre 2014 y 2018.

Puede observarse que hay tres predios cuyas pérdidas de valor son muy superiores a lo ocurrido para el promedio del país, y ello coincide en gran medida con aquellos establecimientos que han mostrado mayores dificultades para arrendarse. Un predio muestra reducciones de precios similares al promedio país, hay dos predios que pierden menos valor que el promedio y finalmente dos predios que han aumentado de valor en dólares corrientes. Cabe acotar que los predios que han aumentado de precio de mercado son los más chicos, apenas representan el 4% de la superficie total, asimismo éstos han estado siempre arrendados con contratos de largo plazo y en general también muestran una cap rate razonable.

Considerando el promedio ponderado de los campos la caída del precio fue de 17,8%.

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

- **Tasas de valorización de la tierra**

Tasa de valorización de la tierra necesaria para alcanzar la TIR esperada en el Prospecto (tasa anual de 7% durante los doce años)

Con los valores de la tasación de fines de 2018 CARE estimó cuál debería ser la tasa anual de valorización necesaria de cada uno de los campos hasta la finalización del fideicomiso para así alcanzar la TIR esperada del proyecto.

Se realizaron dos estimaciones, una suponiendo que el Fideicomiso termina dentro de 6 años o sea en su plazo original y otra suponiendo que el plazo se extiende 3 años más, lo que está previsto en el contrato. Es decir, partiendo del valor establecido por la tasación en 2018, se estimaron cuáles deberían ser las tasas de valorización anual necesarias para alcanzar los resultados previstos en el proyecto original (implicaba que hubieran aumentado de valor a un 7% anual en el período de 12 años).

Esta misma estimación se había realizado para los valores del año 2016 y 2017, y los resultados vienen siendo cada vez más negativos, ya que pasan los años y el patrimonio del Fideicomiso no aumenta a las tasas requeridas y se acortan los plazos.

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

Establecimiento	en 6 años	en 9 años
La Española - Tacuarembó	19,9%	12,9%
San Juan - Artigas	20,7%	13,4%
San Isidro - Lavalleja	23,9%	15,4%
La Arrocería - Artigas	28,6%	18,3%
San Tomás - Artigas	25,8%	16,5%
Quinta 28 - Paysandú	16,8%	10,9%
El Ombú - Canelones	14,8%	9,6%
Sopas - Salto	20,1%	13,0%
PROMEDIO	22,4%	14,4%

Fuente: CARE.

Para el período de 6 años (plazo original del fideicomiso), las tasas de valorización anual del precio de la tierra necesarias para alcanzar los resultados originales serían prácticamente imposibles de obtener, ya que serían similares a las variaciones de precios que se dieron entre 2005-2014, y nada hace prever que ello pueda volver a ocurrir en el corto plazo. Considerando el promedio ponderado de los campos, la hectárea media debería aumentar en poco más de un 22% acumulativo anual.

Si el período se ampliara 3 años más, la tasa de crecimiento anual igualmente resulta muy elevada, ya que es un 64% más alta que el promedio histórico para períodos de 10 años. Para todos los campos se requerirían tasas de crecimiento de los valores que si bien en algunos casos no son desconocidas para intervalos de 10 años, no hay elementos para atribuir hoy probabilidades de que se verifiquen en el mediano plazo tasas de entre 10 y 18% de crecimiento anual y por un lapso de 9 años. Los casos más complejos serían los establecimientos que más han perdido valor. Considerando el promedio ponderado de los campos, la hectárea media debería aumentar en un 14,4% acumulativo anual.

Tasa de valorización de la tierra necesaria para al menos recuperar el valor de compra en el tiempo que resta del Fideicomiso.

Se estimó también en la última actualización cuál debería ser la tasa de valorización anual de los campos que hoy están tasados en valores más bajos que cuando se compraron, para que al finalizar el fideicomiso el valor sea al menos igual al valor de compra, y de esa forma se recupere el capital invertido. Dicho cálculo también se realizó para 6 y 9 años de plazo y para el caso de la hectárea promedio del fideicomiso.

Cuadro 9. Tasas de valorización anual de los precios de la tierra necesarias para alcanzar el valor de compra

Establecimiento	en 6 años	en 9 años
La Española - Tacuarembó	1,2%	0,8%
San Juan - Artigas	2,0%	1,3%
San Isidro - Lavalleja	4,6%	3,1%
La Arrocería - Artigas	8,6%	5,6%
San Tomás - Artigas	6,2%	4,1%
Sopas - Salto	1,4%	1,0%
PROMEDIO (incluye todos los campos)	3,3%	2,2%

Fuente: CARE.

Nota: este cuadro difiere levemente del presentado en la anterior actualización ya se modificó la tasación del campo San Juan, al haberse identificado un error.

En general en este caso las tasas de valorización estimadas parecen más razonables y por lo tanto la posibilidad de recuperación del valor de compra sí parecería probable, atendiendo a las valorizaciones históricas; pero siempre y cuando esos campos logren arrendarse y entren en producción. El valor de los campos en conjunto debería aumentar un 3,3% anual en 6 años o un 2,2% anual en 9 años para recuperar el valor de compra.

- **Tasas Internas de retorno esperadas**

La última actualización del modelo se realizó en 2017 y se estimaron las TIR's que se alcanzarían según diferentes tasas de valorización del precio de la tierra

y según diferentes criterios en materia de ingresos por arrendamientos: por un lado se consideraron los estimados oportunamente por el operador y por otro, disminuyéndolos a un 75% y a un 50% a partir de 2018. En esta oportunidad no se actualizó este análisis, pero se estima que muy probablemente los resultados serían levemente más bajos ya que han transcurrido casi dos años y los precios de los campos no han comenzado a recuperarse y sigue sin arrendarse la totalidad de la superficie.

Los resultados se presentan en el cuadro siguiente.

Cuadro 10. Tasa Interna de retorno según distintas tasas de valorización del precio de la tierra y tres opciones de ingresos por arrendamiento

		Consideración de ingresos por arrendamientos		
		100%	75%	50%
Tasas de valorización de la tierra	3,00%	-0,10%	-1,00%	-1,80%
Tasas de valorización de la tierra	4,00%	0,70%	-0,20%	-0,90%
Tasas de valorización de la tierra	5,10%	1,80%	0,70%	0,00%
Tasas de valorización de la tierra	6,00%	3,30%	1,50%	0,80%
Tasas de valorización de la tierra	7,00%	3,00%	2,20%	1,60%
Tasas de valorización de la tierra	8,20%	3,90%	3,20%	2,60%
Tasas de valorización de la tierra	9,00%	4,40%	3,80%	3,20%
Tasas de valorización de la tierra	9,70%	5,00%	4,30%	3,60%
Tasas de valorización de la tierra	11,90%	6,50%	6,00%	5,30%

Fuente: CARE

La tasa de valorización anual utilizada en el prospecto fue del 7%, lo que de cumplirse, en el período restante, arrojaría TIR's entre 3.0% y 1.6%.

Teniendo en cuenta el valor de los campos según las últimas tasaciones presentadas; proyectando ingresos operativos en niveles similares a los conseguidos hasta ahora; asumiendo una tasa de valorización de los campos de entre 3 y 4 % (tasas realistas a juicio de CARE) y con tres niveles diferentes de arrendamientos, no se descarta que pudieran alcanzarse TIR's cercanas al 0 %, o incluso ligeramente negativas.

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

- **Tasas de retorno esperada del capital**

La forma de evaluar si una TIR es atractiva o no es compararla con el costo de oportunidad del capital, lo cual puede hacerse a través del cálculo del costo promedio ponderado del capital (WACC).

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

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

Donde:

E(ri): Tasa de retorno esperada del capital

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

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

Se actualizó en esta oportunidad la Tasa de Retorno Esperada del Capital (E(ri))

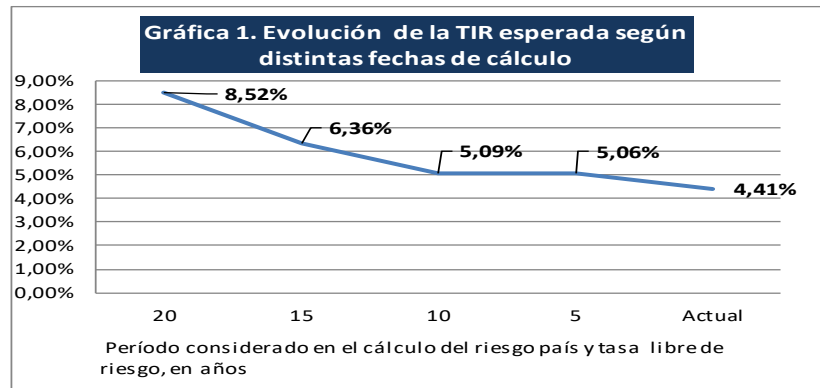
A los efectos de considerar la tasa libre de riesgo se consideran los rendimientos de los Treasury Bonds 10 Years de la Reserva Federal de los Estados Unidos, que en el momento actual se encuentra en 1,75%. El rendimiento de estos bonos ha venido creciendo en los años más recientes, superando el 3% en los últimos meses de 2018, consecuencia del aumento de la tasa de la FED. Sin embargo a partir de fines de 2018 y durante todo el 2019 el rendimiento de los bonos ha bajado y todo parece indicar que continuaría con esa tendencia, ya que la Reserva Federal seguirá recortando las tasas.

Por su parte el riesgo país, medido a través del índice UBI de República AFAP, se consideró a un nivel de 161 puntos básicos, un valor sensiblemente más bajo que en el pasado reciente, pero que responde a la realidad actual. Por su parte, el parámetro "beta unlevered" de Damodaram se ubica actualmente en 0,48.

Aplicando estos valores se llega a una tasa de retorno esperada para el capital propio del 4,41%.

Este valor resulta superior a la mayor parte de las TIR's esperadas por el proyecto, lo que estaría indicando que la misma no sería atractiva si el proyecto empezara ahora. Si bien estas comparaciones coyunturales no pueden tomarse en sentido estricto, constituyen una referencia que – entre otras- ayuda a conformar un juicio acerca de la inversión original comparada con la coyuntura actual.

El costo de oportunidad del capital propio con los parámetros actuales es bajo si se compara con el pasado, esto es consecuencia de la caída en los retornos de los bonos del tesoro de EEUU (tasa libre de riesgo). En la siguiente gráfica se comparan los niveles actuales con los que cabía esperar con los valores promedio de los últimos 20, 15, 10 o 5 años.



Riesgos considerados:

Riesgo de generación de flujos. A partir de lo anterior se trata de señalar la capacidad de generar los flujos en el plazo pactado. Considerando todo lo desarrollado en esta sección existe incertidumbre sobre la generación de ingresos en una cuantía suficiente como para alcanzar rentabilidades aceptables. *Riesgo medio*

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

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.

5.1 Riesgo Económico y de Mercado

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

No obstante este escenario de largo plazo, se han registrado modificaciones en la economía mundial que se reflejan en algunos cambios en el comportamiento de los precios tanto de la tierra como de los productos agropecuarios en el corto plazo, tales como:

- La desaceleración del dinamismo de la economía mundial como resultado de la prolongada incertidumbre en torno a las políticas, debido a que persisten las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China.
- Se proyecta una desaceleración del crecimiento de las economías avanzadas en la medida que se disipen los efectos del estímulo fiscal en Estados Unidos y a medida que el flojo aumento de la productividad y el envejecimiento de la población desmejoren las perspectivas a largo plazo para las economías avanzadas.
- Las economías de los mercados emergentes que fueron el sostén de la década pasada, 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 materias primas y alimentos.
- Este enlentecimiento en el crecimiento mundial ha determinado que la demanda por alimentos creciera por debajo del incremento de la oferta y por lo tanto se comenzaron a generar excedentes y en consecuencia precios más deprimidos para las materias primas.

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

5.2 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, aunque en mucho menor proporción que los precios de la tierra..

Los precios agrícolas mostraron un fuerte aumento en sus valores a partir de 2005 para alcanzar sus máximos valores entre 2007-2009. La producción respondió rápidamente a los estímulos del mercado alcanzando en el año 2017 los mayores niveles para prácticamente todos los cereales, carnes y lácteos. Al mismo tiempo el crecimiento de la demanda comenzó a debilitarse.

Entre las causas que impulsaron la demanda durante la pasada década se destaca:

- (a) el sostenido crecimiento de la demanda y el comercio de granos a nivel mundial explicado en gran medida por el aumento de los ingresos per cápita de China,
- (b) una mayor apertura y desregulación de los mercados globales
- (c) el desarrollo y la promoción de los biocombustibles que al masificarse, vincularon la trayectoria de precios de los mercados de alimentos también con los mercados de los bienes energéticos y
- (d) el debilitamiento del dólar que generó aumentos en los precios nominales de las commodities.

Como se verá, las principales causas que impulsaron los precios al alza en el pasado no se mantienen y el panorama es bastante diferente. CARE consultó diversas fuentes de información y todas coinciden con lo que a continuación de describe⁷.

En el mediano plazo, el crecimiento en la demanda general de cereales será más moderado que la década anterior como resultado de la desaceleración de la demanda de China y es probable también que un aumento en el uso industrial de los cereales, especialmente el del almidón y los biocombustibles, sea más modesto. Por el lado de los alimentos, el consumo per cápita de la mayoría de los cereales ya ha alcanzado niveles de saturación en buena parte del mundo, sin embargo la demanda igualmente crecerá levemente, impulsada por el rápido crecimiento de la población en África y Asia, donde los alimentos básicos de cereales siguen siendo los principales componentes de la dieta.

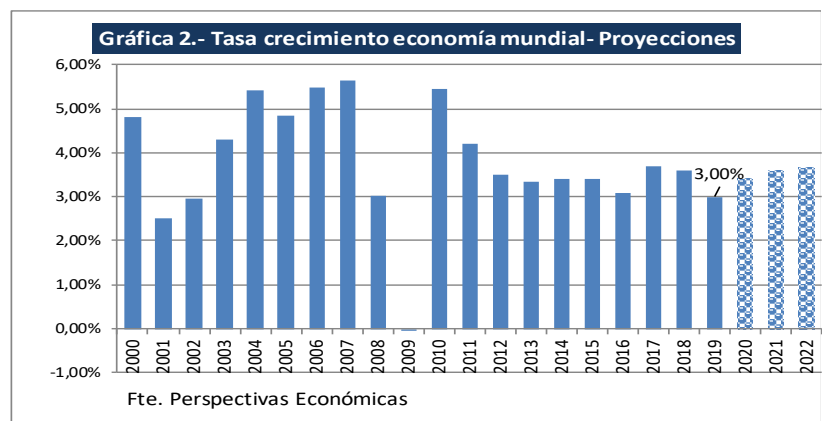
Por su parte, la demanda de harinas proteicas se ha reducido debido a la imposición de aranceles adicionales por parte de China a las exportaciones de soja de EE.UU., y las medidas posteriores para reducir la proporción de harinas

⁷ Perspectivas Agrícolas FAO-OCDE 2019-2028 (abril 2019), USDA Agricultural Projections to 2028 (march 2019) y Banco Mundial-Commodity Markets Outlook (abril 2019) y World Bank Commodity Prices (agosto 2019).

proteicas en las raciones de alimentos. La peste porcina africana afectó fuertemente al sector ganadero de China, frenando la demanda de alimentos, y generando efectos adicionales que contribuyeron a deprimir los precios de la soja.

Al no estar presente aquel fuerte crecimiento de la demanda se dieron varios años en que el crecimiento de la producción superó al consumo, lo que resultó en grandes existencias, y en consecuencia los precios internacionales bajaron. Para el mediano plazo, se proyecta que el crecimiento esperado de la producción sea superior al aumento de la demanda y en tanto cabe esperar que los precios caerán en términos reales, aunque en dólares nominales crecerán levemente (por debajo de la inflación del dólar).

Las previsiones del Fondo Monetario Internacional (FMI) para el comportamiento de la economía mundial para los próximos años son de un crecimiento moderado.



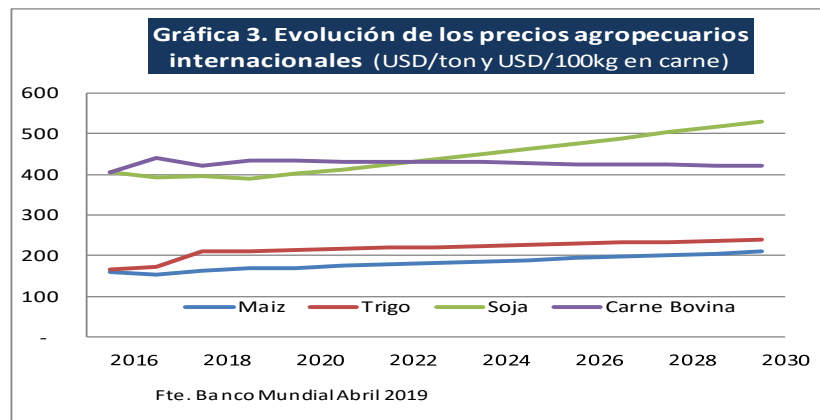
El Informe sobre las perspectivas de la economía mundial del FMI de octubre de 2019, confirma que el crecimiento mundial sigue siendo moderado, incluso ajusta a la baja sus previsiones de julio para el 2019 y el 2020. En su resumen ejecutivo establece que *“tras una fuerte desaceleración en los últimos tres trimestres de 2018, el ritmo de la actividad económica mundial continúa siendo débil. En particular, el ímpetu de la actividad manufacturera se ha debilitado sustancialmente y ha tocado niveles no vistos desde la crisis financiera mundial. En términos más generales, las crecientes tensiones comerciales y geopolíticas han agudizado la incertidumbre que rodea el futuro del sistema de comercio mundial y la cooperación internacional, perjudicando la confianza de las empresas, las decisiones de inversión y el comercio internacional”*. En ese marco, para el año 2019 se prevé un crecimiento mundial de 3,0%, que representa el nivel más bajo desde 2008–09 y una rebaja de 0,3 puntos porcentuales de la proyección publicada en el informe de abril de 2019. Se prevé que el crecimiento repunte a 3,4% en 2020 (una revisión a la baja de 0,2 puntos porcentuales respecto de abril), más que nada gracias a la mejora proyectada del desempeño económico de varios mercados emergentes.

⁸. Idem 6.

Las perspectivas del Banco Mundial, OCDE - FAO y el USDA⁸ coinciden en describir un panorama de recuperación muy bajo de los precios de productos agropecuarios durante la próxima década, pero también coinciden en que ese incremento no compensará seguramente la depreciación del dólar y en consecuencia caerán en términos reales.

La última publicación anual de FAO-OCDE Agricultural Outlook 2019-2028, dice que “La fortaleza de la oferta prolongada durante varios años impulsó la reducción de los precios internacionales de la mayoría de los productos básicos agrícolas, aunque los precios de los cereales, la carne de vacuno y la carne de ovino muestran una recuperación a corto plazo. Las proyecciones indican que, durante la próxima década, los precios reales de casi todos los productos básicos cubiertos en las Perspectivas se mantendrán en los niveles actuales o por debajo de ellos, dado que las mejoras en materia de productividad aún superan el crecimiento de la demanda”. Se refiere a que no habría repunte en términos reales, ya que el mismo documento plantea que si habrá pequeños incrementos en los precios nominales (entre 0,5 y 0,6% anual para trigo y maíz y del 1,1% anual para la soja).

Por su parte, el Banco Mundial actualiza periódicamente su proyección de precios de las commodities. La última actualización es de abril de 2019, muestra cómo los precios de todos los rubros se espera tengan un leve crecimiento en dólares corrientes hasta 2030, aunque a tasas bajas.



El USDA también espera incrementos en los precios nominales, pero menores a la inflación esperada. Los tres organismos proyectan aumentos de precio positivos en dólares corrientes pero en prácticamente todos los casos los valores caerían en valores reales.

Cuadro 11. Tasa de evolución de los precios proyectadas para la década

Cultivo	FAO-OCDE	Banco Mundial	USDA
Maíz	0,5%	2,1%	0,6%
Soja	1,1%	2,5%	0,9%
Trigo	0,6%	1,1%	1,1%

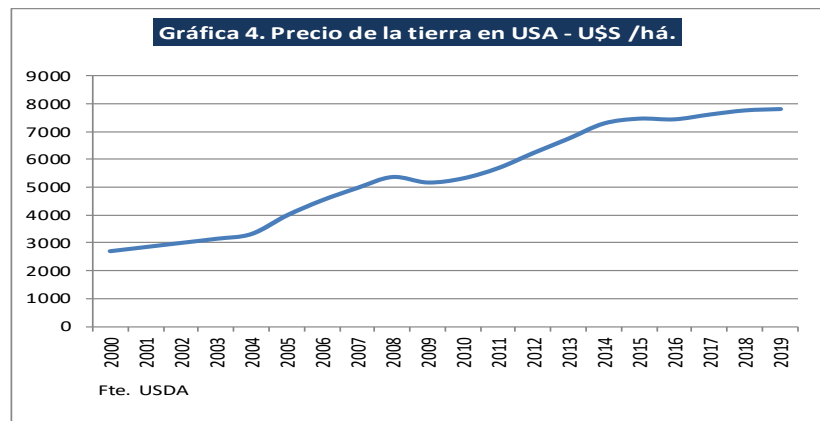
Fuente: CARE en base a BM, USDA y OECD-FAO

5.3 El precio de la tierra

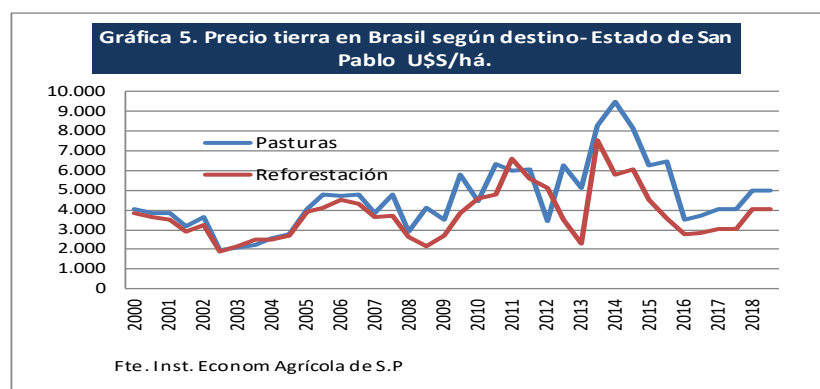
El precio de la tierra, ha visto modificada su evolución de fuerte apreciación en dólares, con una caída a partir de 2015, y una insinuada estabilidad en los últimos años con las variaciones propias de un escaso número de operaciones; según reporta la Dirección de Estadísticas Agropecuarias del MGAP para el promedio de las operaciones en todo el país.

Las perspectivas de demanda internacional por tierra son alentadoras y ubican los precios en niveles crecientes para el corto y mediano plazo, pero a tasas más moderadas que en el pasado. 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, en lo que va del siglo XXI se observa una continua fase ascendente, con alguna excepción (2009 y 2015) en donde se verificaron mínimas reducciones, pero que no modifican la tendencia. El precio en Estados Unidos cayó únicamente en los primeros años de la década del ochenta ante el cambio de la política monetaria denominado "Plan Volker" y en menor medida, después de la crisis financiera de Lehman Brothers, y en forma muy moderada. Cualquiera de los dos shocks negativos en el nivel de precios, fueron revertidos en pocos años. En 2018, los precios de la tierra (promedio) aumentaron un 2% y para 2019 el USDA reporta un aumento de un 0,6% en términos nominales.



El comportamiento del precio de la tierra en Brasil, está afectado, además de por los factores descritos oportunamente para la tierra en general, por el efecto del tipo de cambio, en la medida que en ese país, la cotización del recurso se realiza en moneda nacional. Por ello, las fluctuaciones son amplificadas por este efecto. En el año 2014 comenzó una fuerte caída de los precios de la tierra, parecerían comenzar a revertirse en 2017 y se confirma en 2018.



En Argentina, el precio de la tierra agrícola (de muy buena calidad), aumentó desde 1956 (USD 557 la ha.) a enero de 2008 (USD10.000 la ha.) a un ritmo promedio de 3,5 % acumulativo anual en términos reales, o sea descontando la inflación del dólar. Dicho crecimiento continuó hasta fines del 2011 (con una breve interrupción principalmente ocasionada por la crisis financiera de los años 2008/09). A partir del 2011 y debido a factores ajenos al campo y relacionados con la economía del país: la restricción a la compra-venta y/o giro de divisas extranjeras (“cepo cambiario”), el aumento del costo medido en dólares, la baja en el precio de los “commodities” y el aumento de la presión impositiva determinaron el comienzo de un período de leve reducción de los precios de la tierra. A estas medidas hay que sumarle la sanción de la Ley 26.737 “Régimen de Protección al Dominio Nacional sobre la Propiedad, Posesión o Tenencia de las Tierras Rurales” (“Ley de tierras”), que también generó efectos negativos sobre los precios.

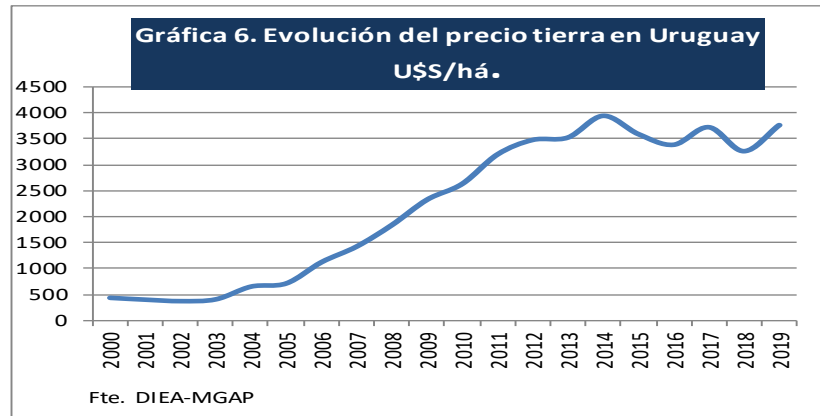
El cambio de gobierno nacional en 2016 generó expectativas para el comienzo de una recuperación en los valores, lo que finalmente no ocurrió, ya que la coyuntura económica no acompañó la recuperación del sector. La inflación, la devaluación del peso y la alta presión impositiva que aún soportan los productores agropecuarios en Argentina, generan no sólo una rentabilidad escasa, sino también un complejo escenario para generar nuevos negocios.

En los años en los que hubo gran demanda de campos y altos precios de la soja (2011-2014), los valores en la zona núcleo se ubicaban entre USD18.000 y USD22.000/Ha mientras que en 2019 esos mismos campos se ubican entre USD12.000 y USD15.000/Ha. Según operadores del mercado inmobiliario rural argentino, los niveles de precio llegaron a un piso en el año 2017 y a partir de allí habían comenzado una lenta recuperación. La incertidumbre política derivada del resultado de las elecciones Argentinas genera dificultades adicionales para prever lo que pueda ocurrir en el mediano plazo con los valores de los campos en ese país

En el caso de Uruguay, la información reportada por DIEA-MGAP para el promedio de las transacciones de tierras da cuenta de una muy fuerte valorización a partir de 2004 y hasta el 2014 cuando se verifica el valor máximo. A partir de 2015 comienza un cierto ajuste a la baja pero con un comportamiento un tanto errático, consecuencia seguramente de una bajo número de transacciones en donde la calidad y la localización de los campos comercializados tienen una gran influencia en los valores medios. Fue así que en 2017 DIEA reportó un aumento de un 10% en el valor de la tierra, luego en 2018 la misma oficina da cuenta de una reducción de un 12%, y luego para el primer semestre de 2019 el precio promedio de la hectárea media del país estaría mostrando una recuperación de un 15%.

En la serie “Precio de la Tierra” Compraventas Primer Semestre de 2019, publicado en octubre de 2019 por DIEA, se expresa que “Analizando las transacciones de más de 1.000 hectáreas por su destino, la distribución de rubros respondería un 12% al forestal, 17% ganadero, 25% agrícola y 46% agrícola-ganadero de muy buen potencial productivo. El aumento en la comercialización de campos con aptitud agrícola total o parcial explicaría en parte el aumento del precio promedio, acompañado por la venta de una superficie significativa destinada a la producción de citrus”.

El escaso número de transacciones verificado en estos últimos años genera algunas dudas en cuanto a los valores obtenidos, lo que deberá ser corroborado en los siguientes años.

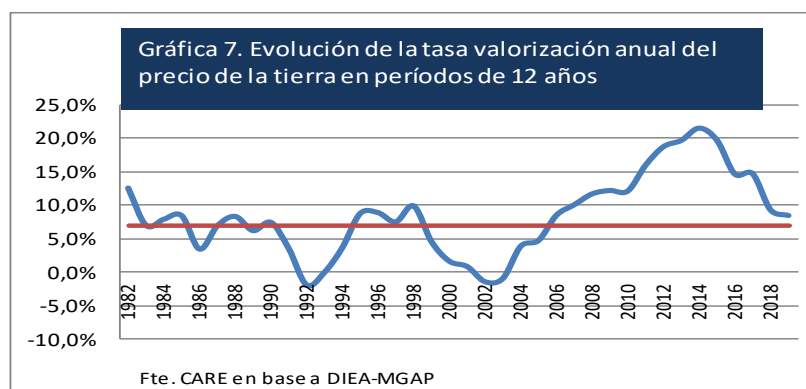


La valorización del precio de la tierra es un componente muy importante de ingreso final del fideicomiso (78%) por lo que lo que finalmente ocurra con su comportamiento tendrá una contribución sustancial con el retorno final de la inversión. El modelo financiero supuso una valorización acumulativa anual de un 7% (en dólares corrientes) durante 12 años, por lo que resulta importante conocer que ha sucedido en el pasado como forma de tener una cierta aproximación con lo que pueda ocurrir en el futuro.

Para ello CARE analizó con la información de los precios de la tierra (en dólares corrientes) de una serie de 49 años (1970 a 2019) la variación anual en períodos de 12, en donde se observa lo siguiente:

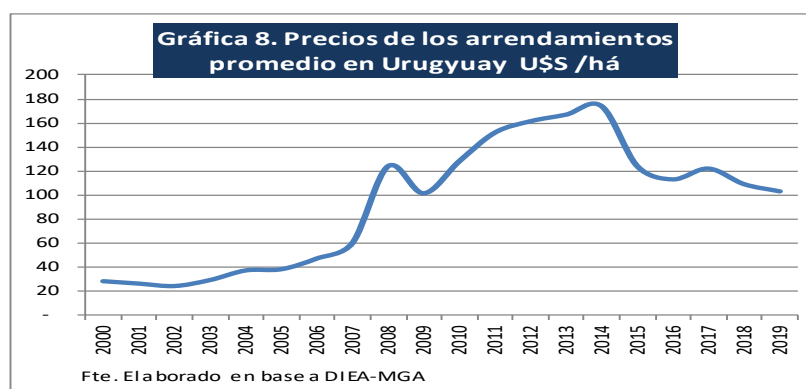
- En promedio, la evolución anual del precio de la tierra en períodos móviles de 12 años fue de 8,3%.
- No obstante en la serie aparecen 17 años (un 46%) en donde el aumento acumulativo anual en periodos de 12 años es menor al 7%.

Importa destacar, que esta serie de precios de la tierra es un promedio nacional y por lo tanto no considera cambios en el valor de la misma por cambio de destino en el uso de la tierra, la realización de infraestructura, mejoras productivas, etc. Por otra parte, como ya se informara el Contrato de Fideicomiso considera la posibilidad de extender el plazo por hasta tres años más, pudiéndose evitar de esta forma que se deba vender en una coyuntura muy desfavorable.



5.4 El precio de los arrendamientos

El comportamiento de los precios de los arrendamientos, en los últimos 19 años, ha mostrado una fuerte vinculación con los precios de los productos agropecuarios y al precio de la tierra. Según cifras de DIEA, este indicador ha ido en aumento hasta 2014 –con la sola interrupción en 2009- y a partir de 2015 se inició una importante caída hasta el 2016, se recupera levemente en el 2017 y vuelve a caer a partir de 2018.

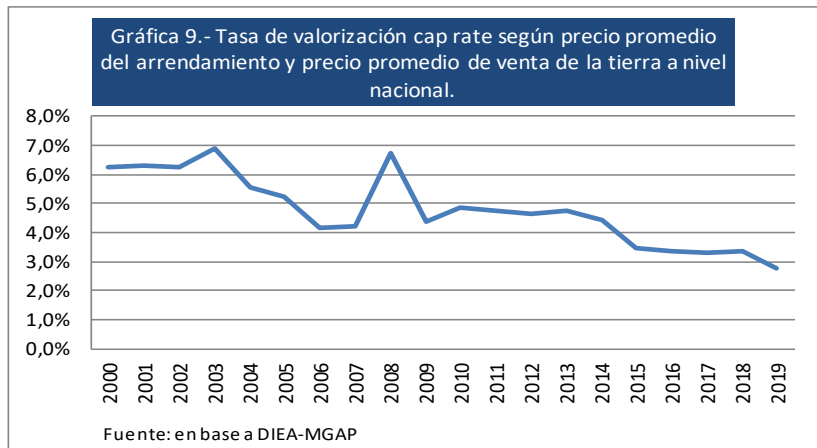


Cuadro 12. Precio promedio de arrendamientos

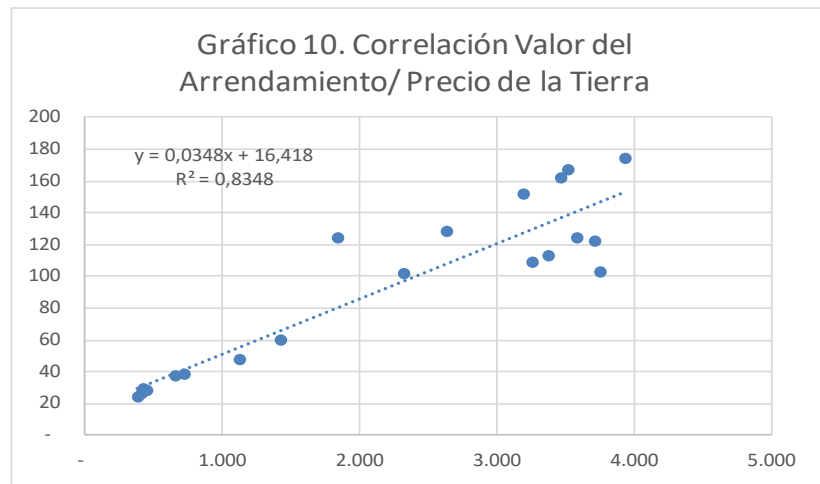
Año	Renta (USD/ha)	Indice base 2011=100
2010	128	84%
2011	152	100%
2012	161	106%
2013	167	110%
2014	174	114%
2015	124	82%
2016	113	74%
2017	122	80%
2018	109	72%
2019	103	68%

Fuente: DIEA-MGAP

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



La relación entre el valor de los arrendamientos y el de la tierra se puede observar claramente en la siguiente gráfica, en donde se observa una muy alta correlación entre los valores.



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

Cuadro 13.- Coeficientes de Correlación	
Arrendamiento/	R2
Novillo	0,93
Soja	0,92
Leche	0,94
Maiz	0,88

Fuente: CARE

Se concluye que el precio de los arrendamientos, en los últimos años, guarda estrecha relación con el valor de la tierra y también con los precios de los productos. Por tal motivo se entiende conveniente la sensibilización de los proyectos que basan parte de sus ingresos en arrendamientos, hacerla respecto del valor de la tierra y también con relación a las proyecciones de los precios agropecuarios.

5.5 Las políticas públicas, el riesgo político

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

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

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

VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

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

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

Comité de Calificación.



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrián Tambler

⁹ **BB (uy)** Se trata de instrumentos que presentan actualmente un riesgo algo mayor para la inversión que la categoría anterior, por dificultades probables en el desempeño capaces de afectar en grado mínimo la capacidad de pago, que sigue siendo adecuada. Alternativamente pueden surgir ligeras dudas en la capacidad de la administradora. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, y las características del entorno, satisfacen en conjunto aceptablemente los análisis practicados, sin perjuicio de debilidades en cualquiera de las cuatro áreas de riesgo. Se incrementa hasta un nivel medio el riesgo del instrumento ante eventuales cambios desfavorables 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 media baja a media, y compatible con la capacidad de la administradora de manejarlos aunque incrementando el riesgo. **Grado especulativo medio.**