

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

Montevideo, abril de 2019

4	RESUMEN GENERAL
6	I INTRODUCCIÓN
9	II EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACION
11	III LA ADMINISTRACION
15	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS
23	V EL ENTORNO
32	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

Actualización de la Calificación Oferta Pública 24-abril-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 noviembre de 2019
Calificación de Riesgo:	BB (uy)
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.

- Transcurrida 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.
- 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 19,9% en dólares corrientes por debajo del de la compra, porcentaje análogo 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.
- Las actividades de arrendamiento agrícola en los campos de Artigas del ejercicio 2017/18, no fueron exitosas ya que los cultivos fueron afectados por la sequía, y prácticamente no generaron ingresos quedando una deuda por cobrar. Para la zafra 2018/19, algunos de esos contratos se renovaron, pero en superficies muy menores. En enero de 2019 se concretó finalmente el arrendamiento de un campo completo de uno de los de Artigas, en un contrato a 8 años de plazo para una explotación agrícola ganadera. Según informa el operador en el primer semestre de 2019 se firmaría un contrato de arrendamiento por otro de los campos.
- A seis años de la emisión (50% del plazo original del Fideicomiso) y cuatro años del cierre del portafolio (sin perjuicio de eventuales prorrogas) no se ha logrado superar el 50% de ocupación. A fines del año 2018 el 32% de la superficie de los campos estaba bajo contrato de arrendamientos o pastoreo.
- La reducción en los precios de los campos sumado a la baja ocupación de los mismos determina que el cap-rate alcanzado (1,4%) esté por debajo de lo esperado en el prospecto original, siendo también menor a las mínimas aceptables según diferentes estimaciones tanto de CARE como del Comité de Vigilancia.

- 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 3,8% 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 alcance.
- 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 en el largo plazo, 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.
- Para el caso de los commodities alimenticios se espera un moderado crecimiento en la demanda, menor al de los últimos años y muy posiblemente un mayor proteccionismo, por lo que cabe esperar un mantenimiento de los actuales precios internacionales, o un leve crecimiento en términos nominales pero sin contrarrestar la inflación del dólar.
- En cuanto a las políticas públicas sectoriales, no se perciben riesgos en este sentido.

I. INTRODUCCIÓN

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

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

La calificación de riesgo supone la expresión de un punto de vista especializado por parte de una empresa autorizada a ese propósito por el Banco Central del Uruguay (BCU), que realiza la supervisión y control del sistema financiero, así como de las calificadoras de riesgo. La nota obtenida no representa no obstante una recomendación o una garantía de CARE para futuros inversores, y por tanto la calificación debe considerarse a los efectos de cualquier decisión como un punto de vista a considerar entre otros. CARE no audita ni verifica la exactitud de la información presentada, la que sin embargo procede de fuentes confiables a su juicio².

El marco conceptual de esta calificación supone un ejercicio prospectivo por el cual se confiere una nota que califica el desempeño esperado del fideicomiso, su capacidad de generar en el tiempo utilidades, conforme al proyecto de ejecución del negocio que su administración está mandatada a realizar. Admitido el rango de T.I.R.s derivado de múltiples simulaciones como razonable para el proyecto en la primera calificación, las 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 el Cr. Martín Durán, el Ing. Agr. Adrián Tambler y el Ing. Julio Preve.

La vigencia de la calificación es hasta el 30 de noviembre de 2019. No obstante la misma puede variar ante la aparición de hechos relevantes.

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

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.

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 constatando 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.
- 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. Este comienzo de explotación agrícola mejoró levemente los porcentajes de ocupación de los campos generando algunas expectativas positivas en la gestión. No obstante por problemas de clima principalmente y por el ingreso tardío de los arrendatarios, las superficies finalmente plantadas y cosechadas fueron menores a las estipuladas inicialmente, lo que generó dificultades de cobro. Para el 2018 solamente se arrendaron unas 300 hectáreas con esa finalidad en esos campos.
- 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; gestión aún no respondida por la DGF.

Los hechos más salientes del período son:

- La última tasación de los campos, realizada a diciembre de 2018 estiman un valor promedio de USD 2.861/ha, lo que representa una disminución de un 2.2% respecto del año anterior, acumulando una rebaja del valor de los campos adquiridos de un 19,9% respecto del valor de compra (equivalente a USD 9.589.360).
- 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).
- Se sigue negociando un contrato de arrendamiento por el 100% del campo de San Isidro, lo que según informa el Fiduciario y el operador, sería inminente la firma de este acuerdo por un plazo de 5 años y a partir del primer semestre de 2019. Se están acordando detalles referentes a la realización de algunas inversiones por parte del Fideicomiso y la constitución de garantías por parte del arrendatario.
- A diciembre de 2018 el fiduciario informa que hay arrendadas 4.292 hectáreas lo que representa el 32% de la superficie total; (46% en el informe anterior).
- En febrero de 2019 la empresa Citrícola Salteña SA entró en concurso de acreedores, lo cual genera algunas interrogantes respecto de lo que pudiera ocurrir con el arrendamiento de uno de los predios del Fideicomiso (una quinta de citrus), que está siendo arrendada a esa empresa.
- El promedio de los arrendamientos durante de los últimos 12 meses se ubicó en un 37,7% según el comité de vigilancia con información del Fiduciario y en un 42% para el operador. Estas diferencias que se explican por la forma de realizar las estimaciones y la conversión de pastoreos a superficie ocupada, en cualquiera de los casos permite llegar a la misma conclusión: hay un desvío importante frente a lo proyectado en el prospecto de emisión, así como en lo referente a las proyecciones realizadas por FMS.

3. Información analizada

La nueva información analizada fue la siguiente:

- Estados Contables del Fiduciario al 31/12/2018
- Estados Contables del Fideicomiso al 31/12/2018.
- Informe del Comité de Vigilancia al 28 de marzo de 2019.
- Informes de Winterbotham Fiduciaria S.A. el último al cuarto trimestre de 2018.
- Informes de actividades del operador, el último del cuarto trimestre de 2018.
- 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 Manual utilizado:	BB (uy) 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 al 31/12/18. De los mismos se extrae la información que se expone en los cuadros siguientes:

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

Concepto	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016
Activo	29.289	22.131	22.807
Activo Corriente	1.419	4.131	4.695
Activo no Corriente	27.870	18.001	18.112
Pasivo	17.949	11.543	12.090
Pasivo Corriente	1.420	4.052	11.666
Pasivo no Corriente	16.529	7.491	423
Patrimonio	11.340	10.588	10.717
Total Pasivo y Patrimonio	29.289	22.130	22.807
Razón Corriente	1,00	1,02	0,40

Fuente: EE.CC Winterbotham

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

Concepto	31/12/2018	31/12/2017	31/12/16
Ingreso de actividades ordinarias	5.176	3.556	3.391
Gastos de Administración	(4.865)	(3.989)	(2.151)
Resultado Operativo	311	(433)	1.241
Resultados financieros	771	510	446
Resultados antes de Impuestos	1.083	76	1.687
Impuesto a la Renta	(331)	(205)	(229)
Resultado del Ejercicio	752	(129)	1.459

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 US\$ 52.010.000

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

En el cuadro siguiente, se muestran los principales conceptos de la situación financiera del fideicomiso al 31/12/18 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	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016
Activo	1.338.662	1.193.313	1.250.474
Activo Corriente	87.293	55.213	59.479
Activo no Corriente	1.251.369	1.138.100	1.190.995
Pasivo	7.484	4.679	38.434
Pasivo Corriente	7.484	4.679	22.265
Pasivo no Corriente	-	-	16.169
Patrimonio	1.331.178	1.188.634	1.212.040
Total Pasivo y Patrimonio	1.338.662	1.193.313	1.250.474
Razón Corriente	11,66	11,80	2,67

Fuente: EE.CC del Fideicomiso

Si se convierte el patrimonio contable al cierre del periodo informado por el tipo de cambio de la fecha (32,406) se obtiene un valor de USD 41 millones, cifra inferior al valor de la emisión de USD52 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 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	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016
Ingresos por actividades ordinarias	42.053	27.557	46.097
Costos asociados	(4.390)	(4.415)	(4.964)
Cambio en el valor razonable inversión	(28.919)	(31.777)	(114.073)
Resultado Operativo Bruto	8.744	(8.635)	(72.939)
Gastos de Administración y otros	(16.324)	(12.259)	(16.291)
Resultado Operativo	(7.581)	(20.894)	(89.230)
Otros ingresos	-	-	-
Otros egresos	-	(601)	(807)
Resultados financieros	1.184	907	1.206
Resultados antes IRAE	(6.397)	(20.588)	(88.830)
IRAE	(133)	18.902	11.811
Resultado del periodo	(6.530)	(1.686)	(77.019)
Ajuste por conversión	149.074	(21.719)	(28.242)
Resultado Integral del ejercicio	142.544	(23.405)	(105.261)

Fuente: EE.CC del Fideicomiso

Los resultados del ejercicio son deficitarios, aunque el resultado integral, producto de incorporar el ajuste por conversión (ajuste por tipo de cambio) es positivo.

En definitiva, los resultados y la disminución patrimonial exhibida al cierre del último ejercicio (del orden de USD 11 millones) son consistentes con lo informado en otra sección acerca de la marcha de los negocios.

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 riesgos 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 se mantuvo durante casi todo el año 2018 por debajo del 50%. En 2019 esto podría mejorar por la concreción de un nuevo arrendamiento y la alta probabilidad de otro; sin embargo podrían ocurrir dificultades con el cobro de uno de los arrendamientos, ya que es una quinta de citrus que está arrendada a Citrícola Salteña SA, que recientemente entró en concurso de acredores.

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

Establecimiento	Area total	set-18		Dic-18	
		has	%	has	%
La Española	5.267	2.123	40%	923	18%
San Isidro	2.941	200	7%	200	7%
La Arrocería	921	802	87%	475	52%
San Juan	1.161	575	50%	330	28%
San Tomás	2.000	1.283	64%	1.163	58%
Quinta 28	394	394	100%	394	100%
El Ombú	182	182	100%	182	100%
Sopas	626	626	100%	626	100%
Total	13.492	6.185	46%	4.292	32%

Fuente: elaborado en base a los informes del Operador, el Fiduciario y el Comité de Vigilancia

Las mayores dificultades para arrendar, se constatan en los predios de mayor tamaño y en los del norte del país (Artigas y Tacuarembó). Los predios que no están totalmente arrendados 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 algunas limitantes de los propios arrendatarios y un año muy seco, la experiencia no colmó la expectativas creadas. Las intenciones originales de las superficies arrendadas para agricultura en los campos del norte no se concretaron en la magnitud planificada y lo que se plantó no se cosechó, quedando las rentas sin pagar.

En cuanto a los ingresos por arrendamientos, no se verifican cambios en el cap rate respecto al valor de compra, que se mantiene en un 1,4%. 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.

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 trimestre del 2018 ese promedio nacional se ubicaría en 3,4%). 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 2018), muestran una caída importante en ambos valores con relación al año anterior (14 y 17% respectivamente). El valor medio de los arrendamientos se estima en 105 dólares/ha mientras que el valor medio de la tierra es 3.098 dólares/ha, lo que determina un cap rate a nivel nacional de 3.4%.

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.

A diciembre de 2018 se realizó una nueva tasación de los campos, en esta oportunidad con un nuevo tasador (Tasar). Esta nueva tasación muestra cambios importantes en algunos de los establecimientos, seguramente vinculados a la metodología del nuevo tasador, pero para el conjunto del portafolio, la reducción del valor de la tasación fue de un 2,2% respecto de 2017, acumulando una reducción respecto de su valor de compra de un 19,9%.

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 baja³. 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	-31,0%
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	-19,9%
Promedio DIEA (2018/2014)	-21,3%

Fuente: CARE.

³. 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 19,9%.

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 solamente no aumenta como estaba previsto en el prospecto (7% anual), sino que viene bajando como ya se comentó en el punto anterior.

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	26,0%	16,6%
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	22,9%	14,7%

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 casi un 23% acumulativo anual.

Si el período se ampliara 3 años más, la tasa de crecimiento anual igualmente resulta muy elevada, ya que es un 62% 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. 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 casi un 14,7% acumulativo anual.

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

Se estimó también en esta oportunidad 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 la finalización del fideicomiso 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	6,4%	4,2%
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)	3,8%	2,5%

Fuente: CARE.

En general las tasas de valorización estimadas parecen más razonables y por lo tanto la posibilidad de recuperación del valor de compra si parecería probable, atendiendo a las valorizaciones históricas; pero siempre y cuando esos campos logren arrendarse y entren en producción. El patrimonio del fideicomiso en conjunto debería aumentar casi un 4% anual en 6 años o un 2,5% 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 siguen bajando levemente y continua sin arrendarse más de la mitad 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 la caída del valor de los campos según las últimas tasaciones presentadas; proyectando ingresos operativos en niveles similares a los conseguidos hasta ahora; asumiendo una tasa de valorización de los campos de entre 3 y 6 % (tasas realistas a juicio de CARE) y con tres niveles diferentes de arrendamientos, no se descarta que pudieran alcanzarse TIR's cercanas al 0 %.

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

- **Tasas de retorno esperada del capital**

Se actualizó en esta oportunidad la Tasa de Retorno Esperada del Capital (E(ri)) Damodaram⁴; la misma se calculó en distintos escenarios.

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

Donde:

E(ri): Tasa de retorno esperada del capital

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

r_f : tasa libre de riesgo

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

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

⁴ <http://www.damodaran.com>.

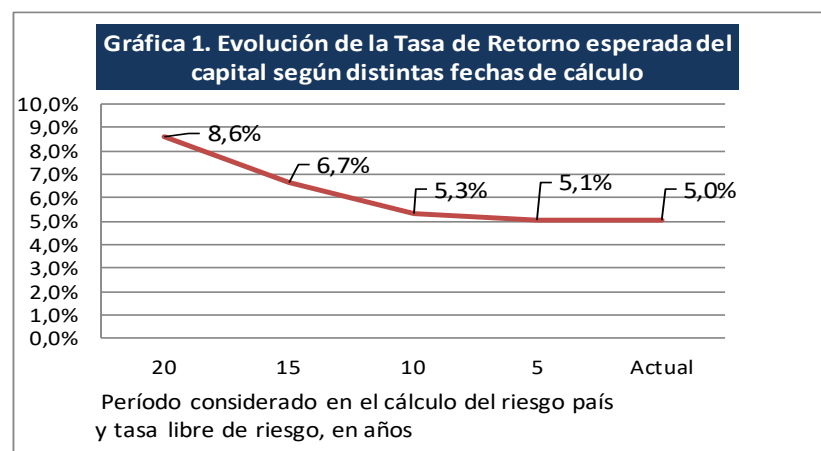
A los efectos de considerar la tasa libre de riesgo se consideran los rendimientos de los Treasury Bonds 10 Years de la Reserva Federal de los Estados Unidos, que en el momento actual se encuentra en 2,66%. El rendimiento de estos bonos ha venido creciendo en los años más recientes, superando el 3% en los últimos meses de 2018, consecuencia del aumento de la tasa de la FED. Sin embargo en los primeros meses de 2019 el rendimiento de los bonos ha bajado y muchos analistas estiman que el incremento de las tasas de la FED ya se estaría atenuando. En consecuencia, en el corto plazo no se deberían esperar mayores crecimientos en las tasas de interés de los bonos y no resulta razonable esperar que las mismas alcancen niveles tan altos como en el pasado.

Por su parte el riesgo país, medido a través del índice UBI de República AFAP, se consideró a un nivel de 162 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 5,0%.

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, aunque 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 ha aumentado en el pasado reciente como consecuencia del incremento en los retornos de los bonos del tesoro de EEUU (tasa libre de riesgo), no obstante aún está por debajo de los valores medios anteriores para períodos más largos y parecería estar estabilizándose. En este sentido interesa comparar los niveles actuales con los que cabía esperar con los valores promedio de los últimos 20, 15, 10 o 5 años. Puede verse claramente que si bien el costo de oportunidad ha aumentado recientemente, aún se mantiene por debajo de los valores esperados para períodos más largos.



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:

- a) el crecimiento de la economía norteamericana que se refleja en el fortalecimiento del dólar;
- b) la normalización en la situación monetaria de ese país;
- c) los países emergentes, que fueron el sostén de la década, mediante el sostenido aumento de la demanda derivada del crecimiento económico, muestran un enlentecimiento en esa dinámica determinando una reducción de la tasa de crecimiento de la demanda por materias primas y alimentos y
- d) el conflicto comercial entre Estados Unidos y China puede llegar a modificar las reglas de juego del comercio de muchos productos, entre ellos la soja.

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

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.

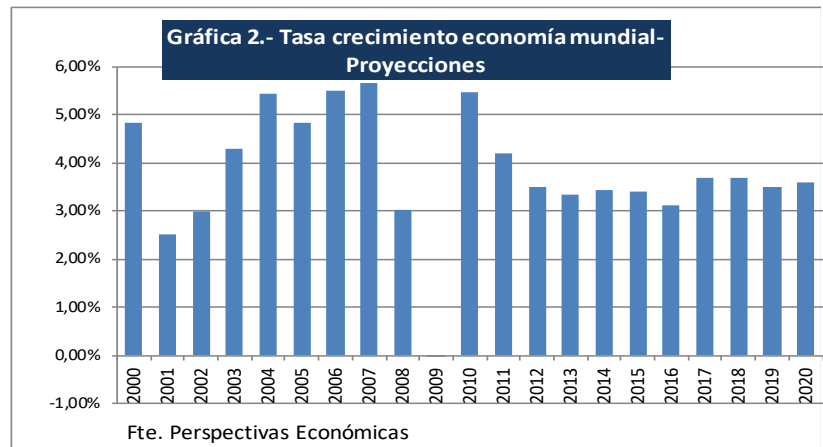
Entre las causas que impulsaron la demanda durante la pasada década se destaca:

- (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 biocombustible 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.

Se prevé que el debilitamiento del crecimiento de la demanda se va a mantener durante la próxima década. La población será el principal impulsor del aumento del consumo, aunque se espera una menor tasa de crecimiento demográfico. Asimismo se espera que el consumo per cápita de muchos productos permanezca estable, esto sería particularmente válido para productos básicos como los cereales, cuyos niveles de consumo ya son elevados en muchos países. Para el caso de cereales y oleaginosos la principal fuente de demanda será para forraje, probablemente de China como en el pasado reciente, aunque a una tasa de decrecimiento menor.

Al no estar presente aquel fuerte crecimiento de la demanda que impulsó el precio de los alimentos y teniendo en cuenta los altos niveles de existencias actuales, parece razonable esperar que los precios de los productos agrícolas básicos se mantengan bajos y sería poco probable un repunte en los próximos años.

Las previsiones para el comportamiento de la economía mundial para los próximos años son de un crecimiento moderado (3,5-3,6%).



El Informe sobre las perspectivas de la economía mundial del FMI de enero de 2019, confirma que *“La expansión mundial se ha debilitado. Se estima que en el 2018 el crecimiento mundial fue de 3,7%, conforme a lo pronosticado en la edición de octubre de 2018, a pesar del desempeño más flojo de algunas economías, particularmente de Europa y Asia. Se proyecta que la economía mundial crezca 3,5 en 2019 y 3,6 en 2020, es decir 0,2 y 0,1 puntos porcentuales menos que lo proyectado en octubre pasado”*. También alerta de que los riesgos para el crecimiento mundial se inclinan a la baja, y ello podría ser consecuencia de la posibilidad de ocurrencia de alguno de los siguientes factores: un posible recrudecimiento de las tensiones comerciales; el agravamiento de los problemas financieros y de deuda de algunos países, problemas derivados de la salida del Reino Unido de la Unión Europea; o de una desaceleración más importante de lo previsto en China.

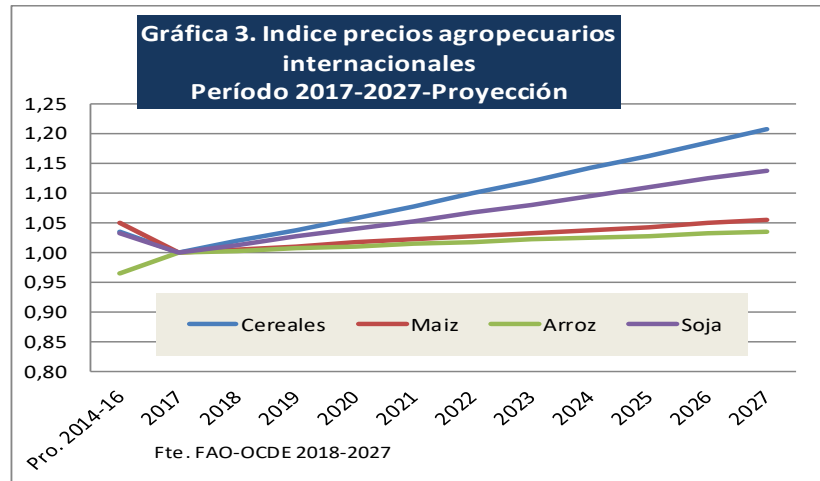
Las perspectivas del Banco Mundial, OCDE - FAO y el USDA⁵ coinciden en describir un panorama de recuperación muy bajo de los precios de productos agropecuarios durante la próxima década, pero también coinciden en que ese incremento no compensará seguramente la depreciación del dólar y en consecuencia caerían en términos reales.

La última publicación anual de FAO-OCDE Agricultural Outlook 2018-2027, dice que *“una década después del brusco aumento de los precios de los alimentos de 2007-08, las condiciones en los mercados agrícolas mundiales son ahora muy diferentes. La producción ha crecido notablemente en todos los productos básicos y en 2017 alcanzó los mayores niveles registrados para la mayoría de los cereales, tipos de carne, productos lácteos y pescados, mientras que las existencias de cereales alcanzaron máximos históricos. Al mismo tiempo, el crecimiento de la demanda comenzó a debilitarse. Gran parte del impulso a la demanda durante la última década provino del aumento de los ingresos per capita en la República Popular China, que estimuló la demanda del país de carne, pescado y piensos. Esta fuente de crecimiento de la demanda se está desacelerando, pero las nuevas fuentes a escala mundial no son suficientes para mantener el crecimiento general. Como resultado, se espera que los precios de los productos agrícolas básicos se mantengan bajos. Los altos niveles de existencias actuales también hacen poco probable un repunte en los próximos años”*⁶.

⁵ OCDE-FAO. Perspectivas agrícolas 2018 – 2027 (julio 2018), USDA Agricultural projections to 2027 (febrero de 2018) y World Bank Commodity Markets Outlook (Octubre 2018 con proyecciones a 2030).

⁶ 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.

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



Por su parte, el Banco Mundial actualiza periódicamente su proyección de precios de las commodities. La última actualización es de octubre de 2018, muestra cómo los precios de todos los rubros se espera tengan un leve crecimiento en dólares corrientes hasta 2030, aunque a tasas bajas, en el entorno del 2% anual para maíz y soja y 1% para trigo.

El USDA también espera incrementos en los precios corrientes, pero menores a la inflación esperada, excepto para el caso del trigo. Los tres organismos proyectan aumentos de precio positivos en dolares 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%	2,2%	0,3%
Trigo	0,6%	1,1%	2,7%

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

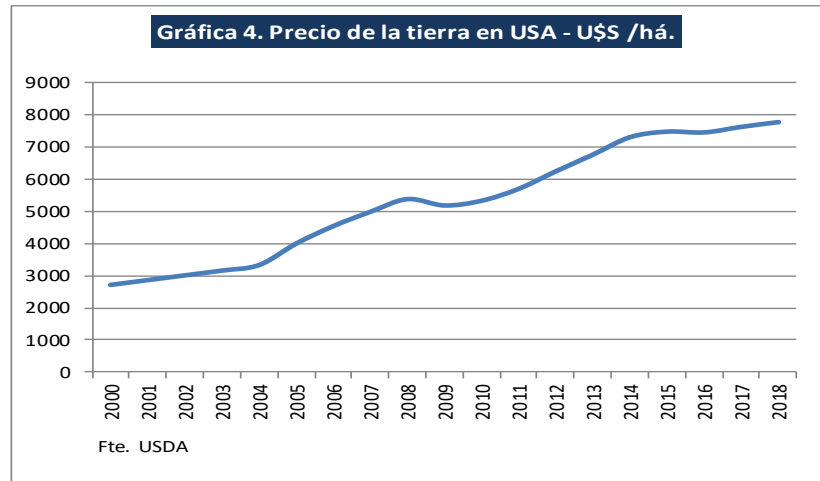
5.3 El precio de la tierra

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.

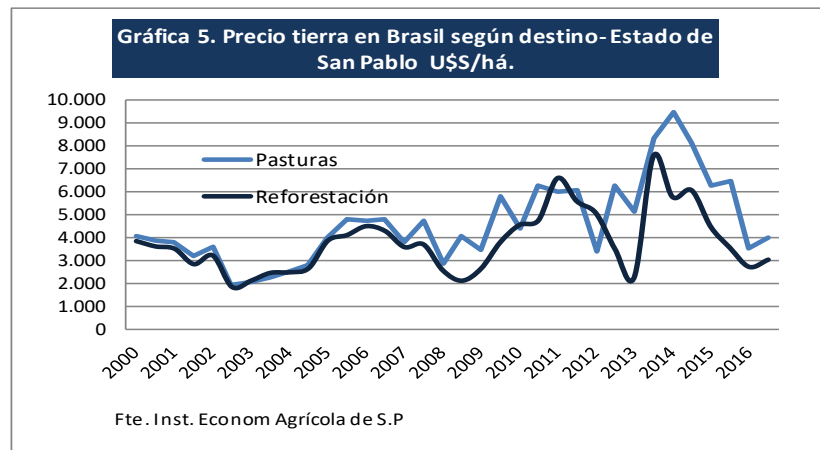
Las perspectivas de demanda internacional por tierra son alentadoras y ubican los precios en niveles crecientes para el corto y mediano plazo. En este caso se actualiza el comportamiento de los precios en diferentes países considerados de importancia

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%.



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



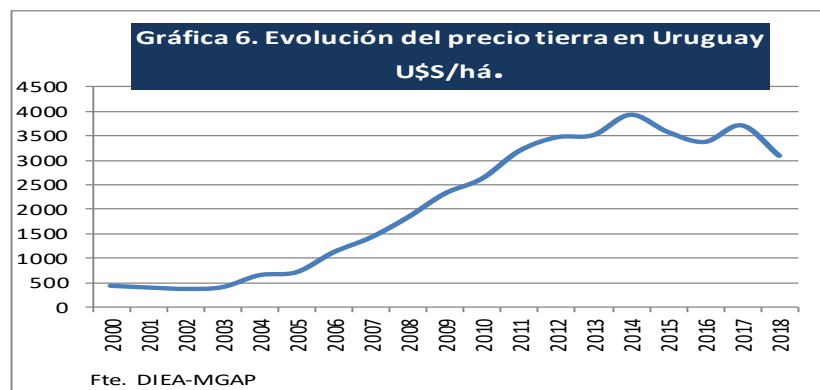
En Argentina, el precio de la tierra agrícola (de muy buena calidad), aumentó desde 1956 (USD557 la Ha.) a enero de 2008 (USD10.000 la Ha.) a un ritmo promedio de 3,5 % acumulativo anual en términos reales, o sea descontando la inflación del dólar. Dicho crecimiento continuó hasta fines del 2011 (con 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 y los cambios en las políticas económicas generaron expectativas para el comienzo de una recuperación en los valores, lo que aún no ha ocurrido, explicado por la particular coyuntura económica con sus efectos sobre el tipo de cambio, la inflación y las expectativas de los inversores. Los periódicos desajustes macroeconómicos de la Argentina generan dificultades para la construcción de series de precios de la tierra confiables. En particular, en este año hay muy pocos negocios y los mismos no permiten conocer lo que está ocurriendo en el mercado de tierras.

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 para el 2017 DIEA reportó un aumento de un 10% en el valor de la tierra mientras que para el primer semestre de 2018 la misma oficina da cuenta de una reducción de un 17% en el precio promedio de la hectárea media del país. En la Serie “Precio de la Tierra” Compraventas Primer Semestre 2018, publicado en enero de 2019 por DIEA, se informa de una reducción de un 17% en los precios, pero el propio documento aclara que si se analizan las transacciones de más de 1.000 hectáreas y se estudia su destino se puede observar *“que para el primer semestre del 2017 la distribución de rubros fue un 88% forestal, 6% ganadero y 6% agrícola-ganadero; mientras que para el primer semestre de 2018 fue de 66% forestal, 23% ganadero y 11 agrícola-ganadero. El aumento en la comercialización de campos de aptitud ganadera en estas operaciones de superficie significativa explicaría parte del descenso en el precio promedio”*.

El escaso número de transacciones verificado en los últimos años genera algunas dudas en cuanto al mantenimiento de estas tendencias, lo que deberá ser corroborado en los siguientes años.

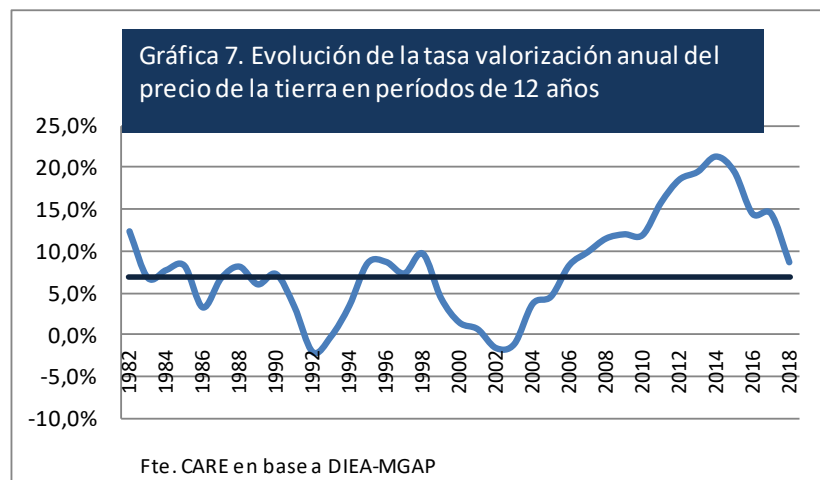


La valorización del precio de la tierra es un componente muy importante de ingreso final del fideicomiso (78%) por lo que lo que finalmente ocurra con su comportamiento tendrá una contribución sustancial con el retorno final de la inversión. El modelo financiero supuso una valorización acumulativa anual 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 48 años (1970 a 2018) la variación anual en períodos de 12, en donde se observa lo siguiente:

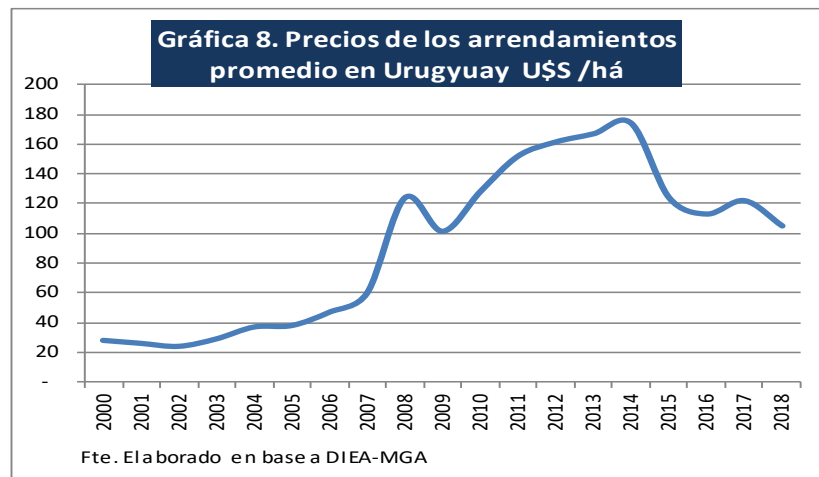
- En promedio, la evolución anual del precio de la tierra en períodos móviles de 12 años fue de 8,3%.
- No obstante en la serie aparecen 17 años (un 46%) en donde el aumento acumulativo anual en periodos de 12 años es menor al 7%.

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 18 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 importante una caída hasta el 2016, se recupera levemente en el 2017 y vuelve a caer en 2018.

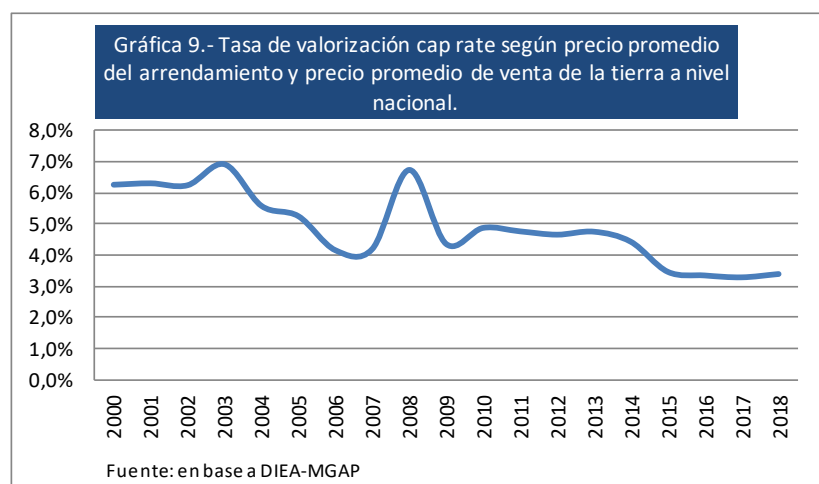


Cuadro 12. Precio promedio de arrendamientos

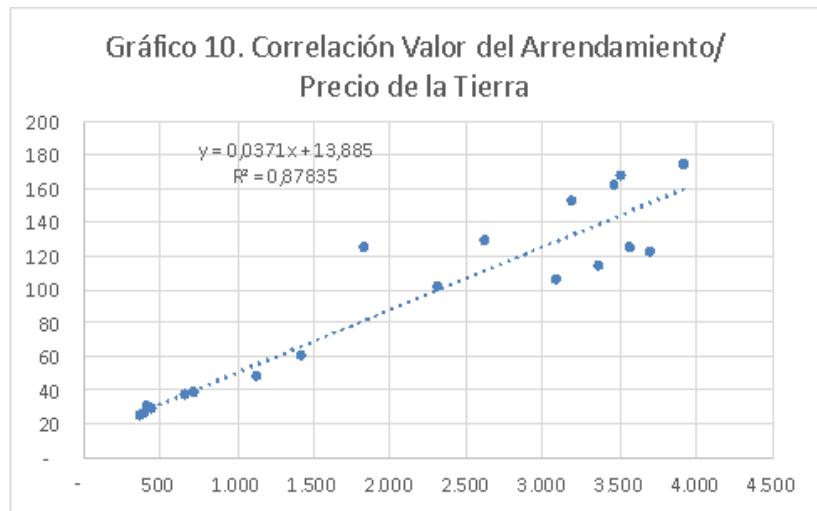
Año	Renta (USD/ha)	Indice base 2011=100
2010	128	84%
2011	152	100%
2012	161	106%
2013	167	110%
2014	174	114%
2015	124	82%
2016	113	74%
2017	122	80%
2018	105	69%

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.



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)⁷ de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado especulativo.

Comité de Calificación.



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez

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



Ing. Agr. Adrián Tambler