

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

Montevideo, abril de 2019

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

Actualización de la Calificación de Oferta Pública 03-abril- 2019

Denominación:	Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas II
Fiduciario:	TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A.
Fideicomitente/Agente/Aparcero:	Bearing Agro S.A.
Entidad Registrante y Agente de Pago:	TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A.
Entidad Representante:	Bolsa de Valores de Montevideo.
Títulos emitidos:	Certificados de participación escriturales
Moneda:	Dólares americanos
Fecha de Emisión:	21 de diciembre de 2018.
Importe de la emisión:	US\$ 150.000.000 (ciento cincuenta millones de dólares).
Distribuciones:	Bianuales, con vencimientos el 15 de abril y el 15 de setiembre de cada año.
Activos del Fideicomiso:	Inmuebles rurales, infraestructura de riego, arrendamientos, entre otros.
Estructura:	Bragard (asesor legal) y Auren (Asesor Fiscal)
Calificación de Riesgo:	BBB (uy)
Comité de Calificación:	Ing. Julio Preve, Ing. Agr. Adrián Tamber y Cr. Martín Durán.
Vigencia de la Calificación:	30 de noviembre de 2019 ¹ .
Manual utilizado:	Manual Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros

¹ La vigencia de la calificación puede cambiar ante la aparición de hechos relevantes

Resumen General

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

El objeto del fideicomiso es la obtención de financiamiento para la compra de predios productivos en los que se invertirá en riego para la producción principalmente agrícola. El Fideicomiso no realizará por sí la explotación de los predios sino que procurará generar una renta celebrando contratos de aparcería con el aparcerero (Bearing Agro SA).

A modo de resumen, los aspectos salientes de la calificación son:

- Una construcción financiera que desde el punto de vista jurídico ofrece las garantías necesarias tal como se apreció en el informe jurídico anexo en la calificación original (véase www.care.com.uy)
- De modo especial se ha evaluado la capacidad de gestión del agente/aparcerero del proyecto, Bearing Agro que resulta crucial para el mismo. Esta evaluación pondera de modo significativo en la calificación realizada. La empresa demuestra capacidad de llevar adelante el proyecto y posee una sólida reputación en este sentido. Asimismo, ejecuta a satisfacción un emprendimiento de las mismas características que éste, a través del Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas, que también viene siendo calificado por CARE.
- Un negocio que desde el punto de vista económico-financiero para el inversor soporta los stresses ajenos al negocio a los que razonablemente la emisora y la calificadora han sometido al proyecto en la calificación original. Las conclusiones de las sensibilizaciones realizadas se mantienen en todos sus términos dado el escaso tiempo transcurrido desde la emisión. No obstante, a la luz de los cambios en el panorama financiero internacional, se recalculó el WACC², sin modificarse la conclusión de la calificación anterior.
- Un proyecto que desde el punto de vista físico y económico supera en el mismo sentido que en el punto anterior, diversas pruebas; y que al mismo tiempo se destaca por el nivel de cobertura de múltiples variables consideradas.
- Al tratarse de un proyecto a largo plazo para la maduración de las inversiones, y al depender esta maduración crucialmente de operaciones realizadas al comienzo del mismo, los informes trimestrales del administrador de los primeros años cobran particular relevancia para tres conceptos que ponderan fuertemente la gestión de la administración: la compra de tierra, la implementación de la infraestructura de riego y el desarrollo de la explotación agrícola establecidos en el plan de negocios. En este sentido, CARE deberá evaluar el cumplimiento de las metas propuestas establecidas en la cláusula 7,2 del contrato de fideicomiso, esto es, haber identificado correctamente predios productivos por hasta el 50% de los fondos emitidos dentro de los primeros 9 meses y el resto dentro de los 18 meses desde la emisión de los CP's. Este es un compromiso de desempeño mínimo, que estará presente en las sucesivas evaluaciones que practicará la calificadora.

². Weighted average cost of capital

- Se destaca la alineación de incentivos entre el fideicomiso y el agente/aparcerero ya que este último adquirió certificados de participación por el 7,5% del monto total de emisión de la oferta pública con un máximo de 11.250.000 dólares, comprometiéndose a mantener su participación en el patrimonio del Fideicomiso por un plazo mínimo de 5 años contados a partir de la fecha de adjudicación de los CP.
- El aparcerero abonará al fiduciario en carácter de retribución de los contratos de aparcería el 23% (veintitrés por ciento) de la producción bruta, que en ningún caso podrá ser con relación a la producción agrícola o pecuaria, menor al pago mínimo correspondiente. Este porcentaje de la retribución pagadera bajo los Contratos de Aparcería con relación a la producción agrícola, será susceptible de un incremento, en lo que respecta a los cultivos de soja y/o maíz bajo riego sembrados en el área regada, cuando el volumen de producción supere determinados parámetros que se establecen en el contrato.
- La suscripción de la emisión se realizó a fines de diciembre de 2018, y en el escaso tiempo transcurrido desde esa fecha y hasta la elaboración de este informe, el operador se ha dedicado a la selección de campos para comprar. CARE tuvo a la vista, completos informes para la recomendación de tres campos en el litoral del país para los cuales el Comité de Vigilancia ya dio su aprobación de compra. Las carpetas presentadas contienen un detallado estudio de suelos e infraestructura, un análisis de su potencial agrícola, una tasación independiente del campo y una propuesta de inversión en riego con su correspondiente presupuesto.
- El mercado de tierra agrícola, si bien está afectado por coyunturas de oferta y demanda de corto plazo así como de decisiones de política pública, para el largo plazo presenta tendencias de incremento en sus precios, como ha sido el comportamiento histórico. Para el caso de los commodities alimenticios se espera un moderado crecimiento en la demanda, menor al de los últimos años y muy posiblemente un mayor proteccionismo, por lo que cabe esperar un mantenimiento de los actuales precios internacionales, o un leve crecimiento en términos nominales pero sin contrarrestar la inflación del dólar.
- En cuanto a las políticas públicas sectoriales, no se perciben riesgos en este sentido. Asimismo, la implementación de riego en las explotaciones agropecuarias está alineado con las disposiciones de política de la actual administración de gobierno.

I. INTRODUCCIÓN

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

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

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

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

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

Esta calificación, tiene vigencia hasta el 30 noviembre de 2019, sin perjuicio de la aparición de hechos relevantes que justifiquen una revisión antes de esa fecha.

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

2. Antecedentes generales y hechos salientes del período.

Antecedentes generales

Como principal antecedente a destacar es que la empresa (Bearing Agro) lleva adelante un negocio de similares características, el Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas, el cual emitió 50 millones de dólares con el cual explota unas 5.900 hectáreas de campo, el cual se viene ejecutando en forma satisfactoria y es también calificado por CARE.

El objeto principal del "Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas II" fue la emisión de certificados de participación de oferta pública, a los efectos de obtener los recursos necesarios para ejecutar el plan de negocios del Fideicomiso que consiste en la adquisición de predios, conforme al Protocolo de Selección de Campos, así como en la financiación de la ejecución de las inversiones en riego. El Fideicomiso no realizará por sí la explotación de los predios sino que procurará generar una renta celebrando contratos de aparcería con el Aparcero, para la actividad principalmente agrícola. Dicha renta será la que derive de la contraprestación que tendrá el Fideicomiso en los contratos de aparcería consistente en el 23% (veintitrés por ciento) de la Producción Bruta que se obtenga.

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

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

Cuadro 1: Porcentaje de retribución de los contratos de aparcería

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

Fuente: El Prospecto

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

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

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

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

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

Las principales características del proyecto son:

- Administración a cargo de Bearing Agro S.A, una compañía con probada habilidad, en la administración de inmuebles destinados a la actividad agrícola con especialidad en riego.
- Estructuración de una opción de inversión a largo plazo, respaldada por el retorno de operaciones inmobiliarias, sin perjuicio de distribución de utilidades cada año producidas por el ingreso de aparcería.
- Adquisición de entre 16 y 28 mil hectáreas dependiendo de la calidad de los campos y su porcentaje de agricultura ya que los precios se asocian a esas características. Los campos adquiridos se arrendarán mediante contrato de aparcería al agente/aparcerero el cual realizará una explotación agrícola. Asimismo, por cuenta del Fideicomiso se realizarán importantes inversiones en infraestructura de riego para aumentar la productividad de la explotación en arrendamiento.

- Respecto del ingreso bruto total estimado, un 85% correspondería aproximadamente a la venta de la tierra al final del proyecto, y un 15 % a los ingresos por aparcería.
- Una estimación de TIR para el inversor de un 9,3% para el escenario según el Prospecto. Sensibilizado el flujo financiero el rango de las TIRs varía entre 2,8% y 15,2%, en el peor y el mejor escenario respectivamente, según se detalla en el prospecto de emisión. Considerando las últimas proyecciones de FAO-OCDE (2018-2027), CARE considerando escenario menos favorable estimó que la TIR podría ubicarse entorno al 7%, como se desarrolla en el capítulo correspondiente.

Hechos salientes del período

El 21 de diciembre de 2018 se realizó la suscripción de los certificados de participación del Fideicomiso. La misma se realizó en tres tramos a precio fijo, uno minorista por U\$S 1.000 hasta U\$S 60.000, que no tuvo ofertas; uno mayorista hasta U\$S 138.750.000, que se colocó en su totalidad; y el restante por U\$S 11.250.000, equivalente a un 8,2 % de la emisión, que fue comprometido por Bearing Agro S.A. como sponsor del proyecto.

En los meses siguientes, el operador se ha dedicado a la selección de los inmuebles a comprar, los cuales deben cumplir con los requisitos de protocolo establecidos en el contrato y recibir el visto bueno del Comité de Vigilancia. Los principales requisitos refieren a:

- Porcentajes mínimos de suelos de aptitud agrícola.
- Disponibilidad de agua o posibilidad de realizar represas.
- Cercanías a puertos y facilidad de acceso.

CARE tuvo a la vista, los informes para la recomendación de compra de tres campos en el litoral del país para los cuales el Comité de Vigilancia ya dio su aprobación de compra. La información presentada es muy completa, incluyendo un detallado estudio de suelos e infraestructura, un análisis de su potencial agrícola, una tasación independiente del campo y una propuesta de inversión para el riego con su correspondiente presupuesto. Asimismo, cada carpeta presenta un análisis de rentabilidad según las características del negocio.

3. Información analizada

La información analizada fue la siguiente:

- Carpetas de recomendaciones de compras de tres campos (mapas de suelos, tasaciones, presupuestos de riego, etc.).
- Entrevista con el operador.
- Estados Contables al 30/6/2018 de Bearing Agro con informes de compilación.
- Estados Contables de la fiduciaria al 31/12/18
- Estados Contables auditados del Fideicomiso al 31/12/2018

II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

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

1. Descripción general

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

2. El análisis jurídico

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

Al inicio del informe, en la misma introducción ya adelanta *“De la compulsión de la documentación se puede adelantar como concepto general que se cumplen las disposiciones legales y reglamentarias disciplinadas para el fideicomiso financiero, tanto en cuanto a su constitución formal y aspectos relacionados con la capacidad de los contrayentes. En cuanto al fondo, no apreciamos problemas estructurales que comprometan el retorno de la inversión en los Certificados de Participación a emitirse”*.

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

3. Riesgos considerados

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

Riesgo por iliquidez. Los certificados se han diseñado para ser líquidos. Por este motivo, la liquidez puede considerarse adecuada dadas las características del mercado uruguayo. No obstante este proceso no es instantáneo y puede llevar un tiempo difícil de determinar. *El riesgo es medio bajo*.

III. LA ADMINISTRACIÓN

Las características de la emisión hacen necesario analizar dos empresas administradoras: TMF Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A. (TMF) en su condición de emisora y fiduciaria del fideicomiso financiero, y Bearing Agro S.A. en su triple condición de agente, aparcerero y fideicomitente. Se trata de evaluar la capacidad de gestionar, de administrar un patrimonio, para lograr el cumplimiento de las obligaciones de administración que se establecen en el contrato que constituye el fideicomiso. Integra este análisis el ajuste de la fiduciaria a las disposiciones nacionales jurídicas vigentes.

1. TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A.

TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A. tiene por objeto la administración de fondos de inversión de acuerdo con lo establecido en la Ley No. 16.774, a su vez puede actuar como fiduciario en todo tipo de fideicomisos, de acuerdo con la Ley No. 17.703.

Con fecha 28 de junio de 2011 se produjo la fusión de la estructura de las principales participaciones de Equity Trust Group y el grupo de compañías encabezadas por la sociedad limitada de origen holandés TMF Group Hold Co B.V. ("Grupo TMF"). La Sociedad forma parte del Grupo TMF siendo su único accionista y controladora directa Equity Trust (Netherlands) B.V. hasta el 25 de abril de 2014 fecha en la que el Directorio de la Sociedad, producto de la fusión por absorción mencionada anteriormente, resolvió emitir título accionario a favor de TMF Group B.V. pasando a ser este último, el único accionista y controlador directo de la Sociedad.

TMF Uruguay

TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A. tiene por objeto la administración de fondos de inversión de acuerdo con lo establecido en la Ley No. 16.774, a su vez puede actuar como fiduciario en todo tipo de fideicomisos, de acuerdo con la Ley No. 17.703.

Con fecha 28 de junio de 2011 se produjo la fusión de la estructura de las principales participaciones de Equity Trust Group y el grupo de compañías encabezadas por la sociedad limitada de origen holandés TMF Group Hold Co B.V. ("Grupo TMF"). La Sociedad forma parte del Grupo TMF siendo su único accionista y controladora directa Equity Trust (Netherlands) B.V. hasta el 25 de abril de 2014 fecha en la que el Directorio de la Sociedad, producto de la fusión por absorción mencionada anteriormente, resolvió emitir título accionario a favor de TMF Group B.V. pasando a ser este último, el único accionista y controlador directo de la Sociedad.

TMF Uruguay

TMF Uruguay AFISA está autorizada por el Banco Central del Uruguay para desarrollar actividades como fiduciario financiero en Uruguay desde el 3 de mayo de 2007. Es una sociedad anónima uruguaya independiente de capitales privados, cuyo único accionista es TMF Group B.V. según consta en los registros del BCU.

De acuerdo al Acta de Asamblea Extraordinaria de Accionistas del 3 de julio de 2012 se resolvió el cambio de estatutos de la Sociedad sustituyendo el nombre de Equity Trust Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A. por su denominación actual. La reforma de estatutos fue aprobada por la Auditoría Interna de la Nación en enero de 2013 e inscrita en el Registro Público de Comercio el 25 de febrero de 2013 siendo publicado en el Diario Oficial el 3 de abril del mismo año.

Un resumen de los principales rubros del estado de situación y resultados al 31/12/18 y su comparativo con ejercicios anteriores se presenta en los cuadros siguientes.

Cuadro 2: Estado de Situación (en miles de \$)			
Concepto	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016
Activo	74.608	43.151	26.024
Activo Corriente	4.257	1.752	2.367
Activo no Corriente	70.351	41.399	23.657
Pasivo	61.016	33.069	16.706
Pasivo Corriente	61.016	33.069	16.706
Pasivo no Corriente	-	-	-
Patrimonio	13.592	10.082	9.318
Pasivo y Patrimonio	74.608	43.151	26.024
Razón Corriente	0,07	0,05	0,14

Fuente: EE.CC TMF

Cuadro 3: Estado de Resultados (en miles de \$)			
Concepto	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016
Comisiones ganadas	11.532	6.712	3.582
Costo Servicios Prestados	(1.687)	(820)	(128)
Resultado Bruto	9.845	5.892	3.455
Gastos Administración y Vtas.	(4.502)	(3.968)	(3.522)
Resultado Operativo	5.343	1.924	(67)
Resultado Financiero	(132)	(792)	463
IRAE	(1.701)	(368)	(597)
Resultado del Periodo	3.510	763	(201)

Fuente: EE.CC TMF

Como se desprende de los cuadros precedentes, la firma mantiene patrimonio positivo. Si bien no tiene un buen indicador de liquidez (aspecto que no es novedoso) se destaca que TMF forma parte de un grupo empresarial mucho más amplio y mantiene transacciones significativas con empresas de dicho grupo; por lo tanto los resultados que acá se exponen no son necesariamente indicativos de los resultados que hubiera obtenido de no ser así.

Al 31/12/18, TMF Uruguay AFISA administraba varios fideicomisos financieros que operan en diversas áreas y varios fideicomisos de administración y garantía.

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

2. Bearing Agro S.A.

Se trata en este caso de la evaluación acerca de su capacidad de ejecutar el proyecto productivo. CARE ha formado su juicio a través de la información

siguiente: información proporcionada por la firma a través del Prospecto Informativo, de sus EE.CC y a través de reuniones personales con los principales de la misma; pero fundamentalmente a través de la experiencia de haber calificado una operación totalmente análoga a ésta cuya emisión de USD 50 millones se produjo en setiembre de 2016 y que hasta la fecha ha cumplido satisfactoriamente con el plan de negocios propuesto. En consecuencia, salvo que surjan elementos que ameriten revisar la conclusión favorable acerca de la capacidad de la firma para llevar adelante esta operación, no cabe reiterar al detalle un análisis que puede consultarse en el informe de calificación original. Lo que sigue es una breve síntesis informativa de las principales características del agente aparcerero.

Antecedentes

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

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

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

El grupo de socios locales que integra Bearing Agro S.A. ha venido actuando en el mercado de tierras de Uruguay desde el año 2001, asistiendo y asesorando a varios clientes internacionales y locales en múltiples procesos de adquisición de campos.

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

Integrantes del equipo de Bearing Agro S.A.

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

- Francisco Pitt; Enrique Garbino y Carlos O'Brien en la gestión administrativa y general de las operaciones.

- Daniel Feller y Alvaro Bertini en la planificación y ejecución de los proyectos agrícolas
- Ricardo Alberto Kosterlitz en la planificación y ejecución de la infraestructura de riego

Situación económico financiera

La firma cierra ejercicio el 30 de junio de cada año siguiendo la lógica de los ejercicios agropecuarios. El último que CARE tuvo a la vista fue el ejercicio cerrado al 30/6/18. El mismo presenta un patrimonio contable positivo superior a USD3 millones pese a que el ejercicio fue deficitario.

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

Fideicomitente

Bearing, en tanto sponsor del proyecto, es también Fideicomitente comprometiéndose a aportar hasta el 8,2 % de los montos suscriptos con un máximo de USD 11,25 millones. Esto se hará según el régimen de integración diferida descrito en el Prospecto mientras dure el periodo de inversión establecido en un máximo de 5 años desde la fecha de la primera integración. Esto no es nuevo para la sociedad ya que asumió el mismo compromiso en el anterior fideicomiso. En aquel caso, la integración fue de USD 3.75 millones y fue cumplida en tiempo y forma. En este caso, el compromiso es mucho mayor.

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

Gobernanza

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

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

En otra sección de este informe se da cuenta detalladamente de los avances realizados por la firma en la identificación y adquisición de campos, avalando de esta forma la opinión favorable acerca de su capacidad de ejecución.

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

3. El Fideicomiso

Mediante contrato celebrado el 31 de octubre de 2018 entre TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A. ("Fiduciario") y los Suscriptores Iniciales de los Valores ("Fideicomitente") se constituyó el Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas II ("el Fideicomiso").

El Banco Central del Uruguay, mediante la comunicación 2018/242 del 29/11/18 dejó constancia de la resolución de inscripción de los Certificados de Participación en el Registro de Mercado de Valores.

La suscripción de los certificados de participación se realizó el 21/12/18; se colocaron 150.000 Certificados de Participación (CP's) a ser emitidos por el fideicomiso a un valor nominal de USD 1.000 cada uno. De este total, 11.250 fueron adjudicados a Bearing Agro SA.

Con fecha 26/12/18 se efectuó la integración del 0,66 % de los CP's por un monto de USD1.000.000, el restante 99,34 % está sujeto a integración mediante la modalidad de capital calls.

Se desprende de lo anterior que al 31/12/18, fecha de cierre del primer ejercicio, el fideicomiso aún no registra actividad respecto a los objetivos del mismo. A título informativo, en los cuadros siguientes se informa de sus estados de situación y resultados que reflejan lo antedicho.

Cuadro 4: E. Situación Fideicomiso (miles de u\$s)

Concepto	31/12/2018
Activo	1.047
Activo Corriente	1.008
Activo no Corriente	38
Pasivo	166
Pasivo Corriente	166
Pasivo no Corriente	-
Patrimonio	881
Pasivo y Patrimonio	1.047
Razón Corriente	6,07

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Cuadro 5: E. Resultados Fideicomiso (miles u\$s)

Concepto	31/12/2018
Ingresos operativos	-
Gastos operativos	-
Resultado Bruto	-
Gastos de administración	(35)
Resultado Operativo	(35)
Resultados financieros	(0)
Resultados antes de impuestos	(35)
IRAE	8
Resultado el periodo	(27)
Otros resultados integrales	-
Resultado integral del periodo	(27)

Fuente: EE.CC Fideicomiso

En fecha posterior al cierre del ejercicio y tal como se informa en otra sección, el agente ha identificado y avanzado en la adquisición de varios campos. Con ese motivo, con fecha 27/2/19 se realizó la segunda integración por u\$s 6 millones.

4. Riesgos considerados:

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

Riesgo administración, considerando la idoneidad para cumplir con la función de TMF Uruguay AFISA y Bearing Agro S.A. En virtud de todos los análisis practicados, teniendo presente asimismo su reputación en el medio en el que actúa; considerando su experiencia previa; considerando de modo especial su compromiso con el proyecto; teniendo presente el seguimiento que hará el Fiduciario de aspectos centrales para su desempeño así como el Comité de Vigilancia con amplias atribuciones; se considera que el riesgo de incumplimiento de la administradora con las responsabilidades del proyecto es prácticamente inexistente. *Riesgo casi nulo.*

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

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

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

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

1. Bienes fideicomitidos y aspectos descriptivos del proyecto

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

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

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

El modelo financiero se presentó sobre la base de 5 opciones de diferentes porcentajes de aprovechamiento agrícola y de riego de los campos, lo que implica diferentes áreas totales y por actividad, variaciones en los precios de compra, rotaciones de cultivos, y la presencia o no de forestación. La etapa de compra de campos recién se ha iniciado por lo tanto sigue siendo válido considerar todas las opciones porque aún no se tienen elementos como para determinar qué características va a tener el portafolio.

En la siguiente tabla se presentan los principales supuestos de cada uno de los modelos.

Cuadro 6: Indicadores de los diferentes modelos productivos

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

Fuente: CARE en base al Modelo Financiero

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

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

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

- Razonable monto asignado a la inversión inicial.
- Estimación completa de gastos.
- El punto clave, la estimación del incremento real en el valor de los campos (5,5% anual) parece razonable que ocurra, en especial a largo plazo, es decir más allá de desviaciones inter anuales, y teniendo presente además la evolución esperada de la inflación americana y teniendo presente el valor agregado por la infraestructura de riego.
- Los precios y los rendimientos esperados a juicio de CARE resultan razonables.
- El crecimiento esperado en el precio de los commodities se supuso en un 5% nominal.

A juicio de CARE este porcentaje de incremento en los precios de los productos agrícolas y que por lo tanto determina la evolución del ingreso por arrendamientos, es relativamente más alto que el esperado por las diversas fuentes consultadas³, que coinciden en que la recuperación de los precios en el mediano plazo apenas si alcanzarán a compensar la inflación norteamericana (entre 0,7 y 1,7%). No obstante el modelo financiero no considera incrementos en los rendimientos, lo que seguramente debería ocurrir y de esta forma el incremento de los ingresos por los contratos de aparcería del fideicomiso podrían llegar a verse incrementados, tal vez en un guarismo cercano al 3-4%. Por otro lado cabe destacar que no habrá vacancia en cuanto la explotación de los campos (al menos en el área agrícola) ya que el contrato de aparcería cubre la totalidad del período y hasta la extinción del Fideicomiso.

En este sentido, se realizaron diversas sensibilizaciones por parte del estructurador y también por CARE, a los efectos de analizar en qué medida una menor o nula valorización del precio de la tierra o del valor de los arrendamientos afectarían el retorno del inversor. Estas sensibilizaciones que se desarrollaron extensamente en la calificación original siguen siendo validas, por lo que en esta oportunidad solamente se repiten los principales resultados, sin abundar en mayores detalles.

³. FAO-OCDE, USDA y Banco Mundial, Ver Capítulo V.

Cuadro 7. Supuestos básicos del proyecto agrícola

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

Fuente: El Modelo Financiero, CMPP, DIEA

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

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

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

Cuadro 8. Flujo de Fondos del Proyecto (cifras en millones de dólares)

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

Fuente: Modelo Financiero

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

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

- (a) **Pago mínimo.** Según la modalidad del contrato de aparcería, el aparcerero se obliga a abonar pagos variables que oscilarán por factores inherentes a la productividad y al precio. En lo que refiere a los factores inherentes a la productividad, el contrato de Fideicomiso establece un pago mínimo, poniéndole un piso al pago en volumen físico del agente aparcerero⁴. Este mínimo mitiga en parte, el riesgo “productivo” del proyecto. Este pago mínimo que operaría en situaciones en donde por algún motivo las productividades cayeran por debajo de 2.600 kilos de soja o 5.200 kilos de maíz por hectárea

⁴ El Pago Mínimo bajo los Contratos de Aparcería será el equivalente en dinero al precio de 600 kg de soja por hectárea agrícola efectivamente explotada con dicho grano por Año Agrícola y a 1.200kg de maíz por hectárea agrícola efectivamente explotada con dicho grano por Año Agrícola.

fortalecen los resultados de las sensibilizaciones al ponerle un piso a los ingresos del fideicomiso, reduciendo significativamente los riesgos de los tenedores de los certificados de participación.

- (b) **Estrategia de cobertura para la volatilidad de corto plazo de precios.** La política de comercialización realizada por el agente/aparcero establece un diseño de estrategias de cobertura que reducen la volatilidad del precio de los granos (Estrategia Swap a precio fijo, Opciones Put, entre otras).
- (c) **Coberturas de seguros.** Con la implementación de los sistemas de riego, el riesgo de déficit hídrico y sequía están adecuadamente mitigados. Para prevenir aún más los eventos más frecuentes que afectan la producción, el aparcero implementará una política de seguros.

El siguiente cuadro expone la respuesta del retorno del inversor según variaciones en las proyecciones de precio de los granos y de evolución del precio de la tierra.

Cuadro 9. Sensibilidad de la TIR a la tasa de crecimiento anual del precio de la tierra y de los granos

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

Fuente: Modelo financiero

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

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

- El precio de la tierra ha evidenciado en Uruguay una tendencia de largo plazo creciente (véase sección V).
- Por su parte todos los especialistas coinciden en que si bien los precios se mantendrán relativamente estancados en el mediano plazo, habrá seguramente en todos los casos incrementos moderados, aunque por debajo de la inflación de EEUU. (véase la Sección V).

Cabe subrayar que en el prospecto se ha fundamentado no solo la valoración esperada de la tierra, sino el plus que significa el agregarle una infraestructura de riego, apelando a fuentes internacionales. Ello vuelve razonable el guarismo de 5,5% de incremento anual de valor, lo que fortalece el análisis. Del mismo modo las hipótesis de ingresos por aparcería consideran básicamente movimientos de precios, no considerando movimientos en la productividad para dar más consistencia a las proyecciones. En este sentido, 5% de incremento anual solo de la productividad física, podría ser muy alto, pero podría aceptarse ese porcentaje considerando un poco de precio y otro de rendimiento.

2.1 Replanteo del Flujo de Fondos

En el flujo de fondos presentado en el modelo de negocios, los supuestos fundamentales para la obtención de la TIR son en parte compartidos (evolución del precio de la tierra, rendimientos, etc.). No obstante lo anterior, los precios agrícolas, cuya evolución registra algunas diferencias entre especialistas, presentan a juicio de CARE, algunas motivos de replanteo que justifican realizar otros cálculos. En base a ello y tomando los fundamentos de la Sección V del presente informe, CARE recalculó el Flujo de Fondos suponiendo trayectorias de precios menores a los proyectados en el modelo de negocios. Las trayectorias de precios se basaron en las proyecciones del USDA, de FAO-OCDE y del Banco Mundial⁵. Se consideró un 2,5% de aumento para los ingresos por arrendamientos, porcentaje que considera un leve aumento en los precios nominales pero también un aumento en la productividad esperada.

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

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

2.2 Análisis de riesgo, escenario volátil.

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

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

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

Cuadro 10. Variables sensibilizadas

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

Fuente: CARE

Se estimó una simulación de 1000 simulaciones y 100 iteraciones y suponiendo un escenario por demás volátil para las dos variables que representan el total de los ingresos del Fideicomiso.

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

Cuadro 11. Rentabilidad media, mediana, máxima, mínima y desvío

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

Fuente: CARE

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

2.3 Nueva Estimación del Costo de Oportunidad del Capital

Con el objetivo de testear algunos supuestos introducidos en las proyecciones del plan de negocios presentado⁶, CARE profundizó el análisis del costo de oportunidad del capital para descontar los flujos de fondos. Para ello se calculó el costo promedio ponderado del capital (WACC⁷) del presente proyecto.

El punto fundamental para el cálculo del WACC, cuando no existe endeudamiento es la estimación de la retribución de los fondos propios. Para esto se utiliza el modelo de valoración CAPM (Capital Asset Pricing Model) y, siguiendo a Damodaran⁸ adicionamos a éste una prima que contempla el riesgo específico del mercado en el que se ejecuta el proyecto. En consecuencia para el cálculo del costo de los fondos propios se aplica la siguiente fórmula:

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

Donde:

E(ri): Tasa de retorno esperada del capital

β_{im} : Riesgo sistemático propio respecto del riesgo de mercado⁹.

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

Para definir la tasa libre de riesgo se opta normalmente por utilizar los promedios de 20 años de los rendimientos de los Treasury Bonds 10 Years de la Reserva Federal de los Estados Unidos. Ese promedio resulta demasiado exigente respecto al costo de oportunidad del capital, dado que incluye valores de fines de la década de los noventa y comienzos de la década del 2000, en el que el rendimiento se ubicaba entre 5 y 7%, cuando en los últimos diez años, ese rendimiento se ubicó en 2,48%.

⁶. El prospecto de emisión supone una tasa de descuento del 7%.

⁷. Weighted Average Cost of Capital

⁸. A. Damodaran, "Estimating Equity Risk Premiums" Stern School of Business.

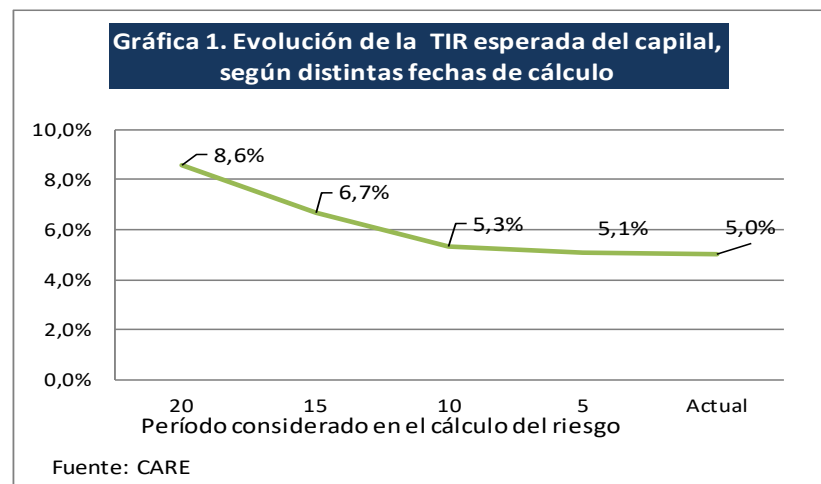
⁹. Se consideraron los betas promedio de empresas de producción primaria de bienes agrícolas en mercados emergentes según A. Damodaram

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

Como forma de evitar utilizar los valores extremos, ya sea de los bonos de EEUU como del índice UBI, se consideró oportuno utilizar el promedio de los últimos 10 años para ambos indicadores, suponiendo que sería una forma de predecir lo que pudiera ocurrir en el futuro. En este sentido, para el caso del rendimiento de los bonos americanos se consideró 2,48% (actualmente en 2,64%). Para el riesgo país (índice UBI), se consideraron 192 puntos básicos (actualmente en 162).

Aplicando estos valores se llega a una tasa de retorno esperada para el capital propio del 5,32%. Este valor es inferior a la TIR esperada del inversor en CPs (9,3%) según el prospecto de emisión y a la reestimada por CARE para un escenario más adverso (7,0%), lo que nos indicaría que la tasa prevista para ellos es superior a la teórica. Si bien estas comparaciones no pueden tomarse en sentido estricto, constituyen una referencia que – entre otras- ayuda a conformar un juicio acerca del retorno proyectado de los CPs.

Como puede observarse en la siguiente gráfica, el costo de oportunidad del capital para períodos de 10, 5 o incluso con los valores actuales, se ha mantenido relativamente estable y es menor que si se consideran 15 o 20 años, ya que en esos casos se consideran los valores altos de la crisis 2002 y las altas tasas de los bonos de USA de principios de siglo.



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

Riesgos considerados:

Riesgo de generación de flujos. A partir de lo anterior se trata de señalar la capacidad de generar los flujos en el plazo pactado. Considerando además el permanente seguimiento que se hará al cumplimiento en plazo y forma por CARE de los compromisos de compra y arrendamiento, *se considera que existe un riesgo medio bajo y posible de ser controlado a tiempo de generación de los flujos.*

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

V. EL ENTORNO

El análisis de entorno refiere a la evaluación de factores futuros que pueden afectar la generación de los flujos propuestos, pero que derivan de circunstancias ajenas a la empresa y refieren al marco general. Tienen que ver con la evolución esperada de los mercados interno o internacional de insumos y productos, así como con el análisis de políticas públicas capaces de incidir directamente en el cumplimiento de los objetivos planteados. Por políticas públicas se entiende no solo las domésticas sino las de los países con los que existe comercio. En el caso de los productos agrícolas, al menos hasta el momento de la calificación, el cúmulo de barreras está relativamente sujeto a disciplinas predecibles, aunque el reciente conflicto EEUU/China abre posibles interrogantes. Permanece en cambio como riesgo el de políticas públicas asociado a los permisos administrativos. En este sentido vale aclarar que esta calificación cobra pleno sentido sólo si se pueden desencadenar los procedimientos previstos en el plan de negocios vinculados con la compra de la tierra y la implantación de la infraestructura de riego.

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

5.1 Riesgo Económico y de Mercado

Cabe destacar que los aspectos favorables sobre el negocio agrícola que fueron argumentados en profundidad en el prospecto de emisión y en la calificación original, siguen siendo válidos en términos generales. 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 esta sección, 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 productos agrícolas.

5.2 Sobre el precio de los productos agrícolas - alimenticios

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

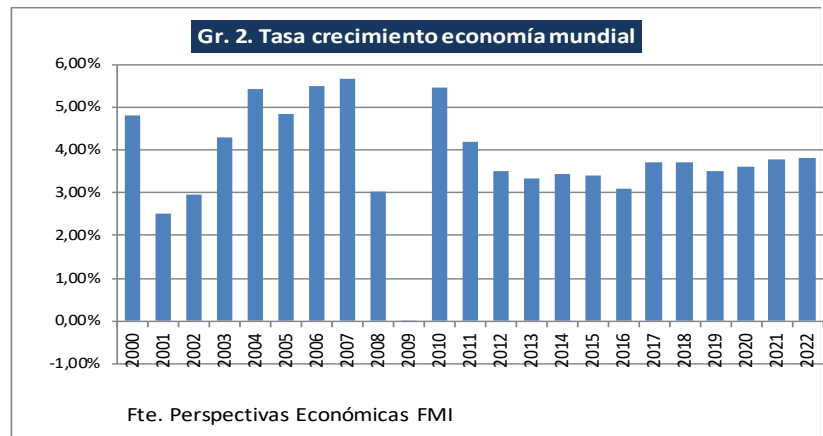
Los precios agrícolas mostraron un fuerte aumento en sus valores a partir de 2005 para alcanzar sus máximos valores entre 2007-2009. La producción respondió rápidamente a los estímulos del mercado alcanzando en el año 2017 los mayores niveles para prácticamente todos los cereales, carnes y lácteos. Al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

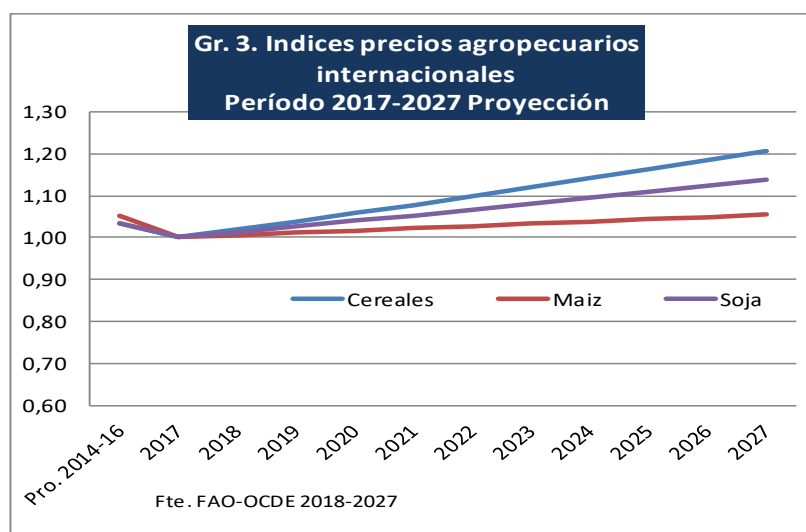
Las perspectivas del Banco Mundial, OCDE - FAO y el USDA¹⁰ coinciden en describir un panorama de recuperación muy bajo de los precios de productos agropecuarios durante la próxima década, pero también coinciden en que ese incremento no compensará seguramente la depreciación del dólar y en consecuencia 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^{11”}.*

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.

¹⁰. 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).

¹¹. Se refiere a que no habría repunte en términos reales, ya que el mismo documento plantea que si habrá pequeños incrementos en los precios nominales



Por su parte, el Banco Mundial actualiza periódicamente su proyección de precios de las commodities. La última actualización es de 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 12. 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

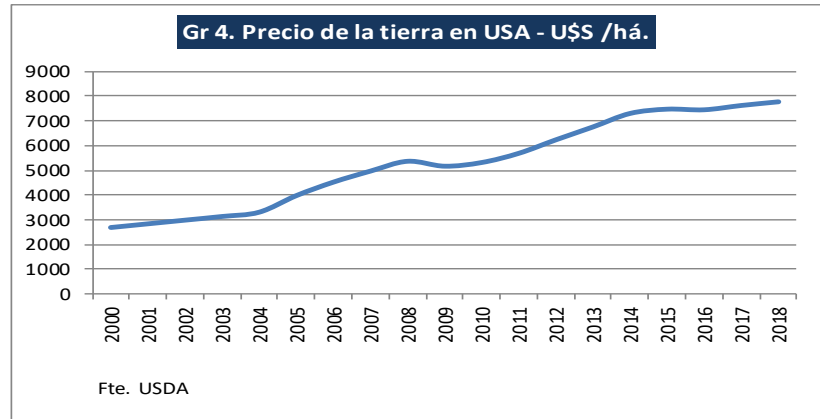
5.3 Sobre el precio de la tierra

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 Voelker" y en menor medida, después de la crisis financiera de Lehman Brothers, y en forma muy moderada. Cualquiera de los dos shocks negativos en el nivel de precios, fueron revertidos en pocos años. En 2018, los precios de la tierra (promedio) aumentaron un 2%.



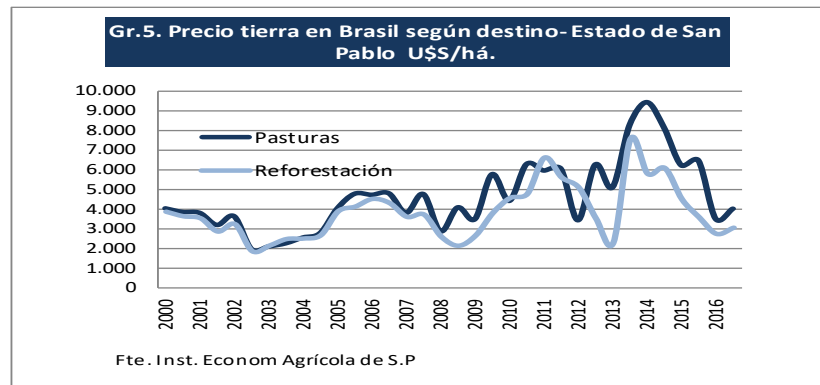
El USDA, reporta también el comportamiento de los precios de las tierras irrigadas y sin riego. Para el caso concreto de las tierras del "Corn Belt", en USDA en su reporte de Agosto de 2018, muestra que los precios de las tierras irrigadas se ubican en el entorno de un 40% por encima de las no irrigadas. En zonas más secas, como por ejemplo en California, las tierras irrigadas valen un 180% más que las que no lo tienen (ver cuadro siguiente).

Cuadro 13. Precio de la tierra regada y no regada en el Corn Belt de EEUU (dólares/ha)

	2014	2015	2016	2017	2018
Regada	11.737	12.676	12.602	13.096	12.898
No regada	9.217	9.143	9.044	9.143	9.143
Variación en porcentaje	27%	39%	39%	43%	41%

Fuente: elaborado en base a datos de USDA

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.

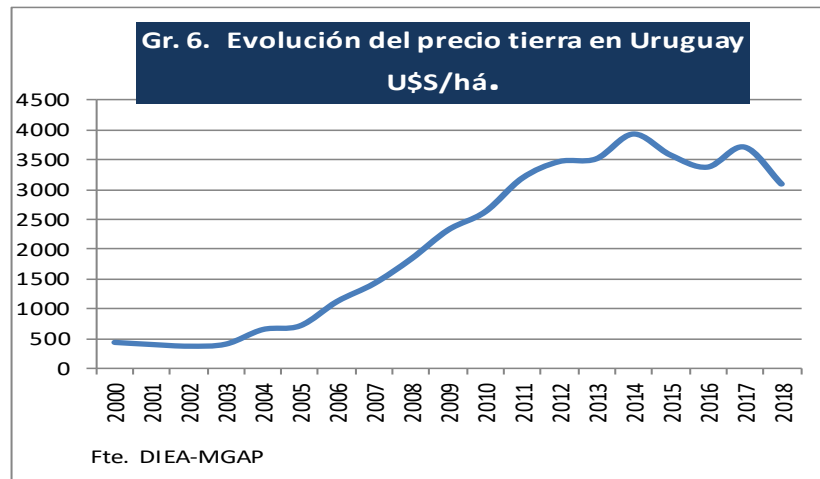


En Argentina, el precio de la tierra agrícola (de muy buena calidad), aumentó desde 1956 (USD 557 la Ha.) a enero de 2008 (USD 10.000 la Ha.) a un ritmo promedio de 3,5 % acumulativo anual en términos reales, o sea descontando la inflación del dólar. Dicho crecimiento continuó hasta fines del 2011 (con 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 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 un 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”*.

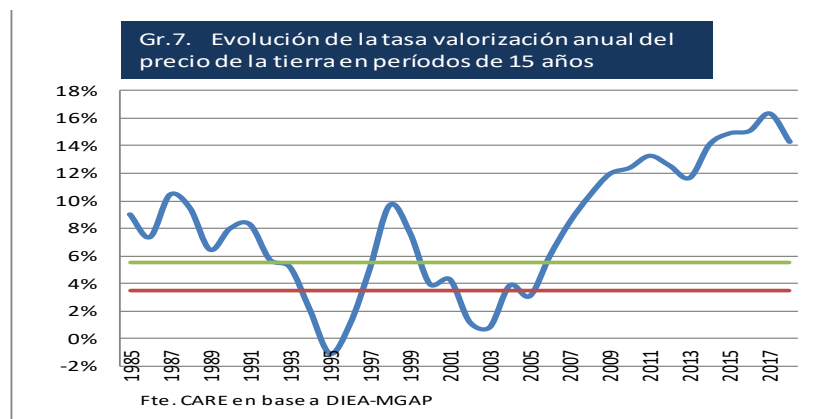
El escaso número de transacciones verificado en los últimos años genera algunas dudas en cuanto al mantenimiento de estas tendencias, lo que deberá ser corroborado en los siguientes años.



La valorización del precio de la tierra es un componente muy importante de ingreso final del fideicomiso (85%) por lo que lo que finalmente ocurra con su comportamiento tendrá una contribución sustancial con el retorno final de la inversión. El modelo financiero supuso una valorización acumulativa anual de un 5,5% (en dólares corrientes) durante 15 años, por lo que resulta importante conocer que ha sucedido en el pasado como forma de tener una cierta aproximación con lo que pueda ocurrir en el futuro.

Para ello CARE analizó con la información de los precios de la tierra (en dólares corrientes) de una serie de 49 años (1970 a 2018) la variación anual en períodos de 15, en donde se observa lo siguiente:

- En promedio, la evolución anual del precio de la tierra en períodos móviles de 15 años fue de 8,0%.
- No obstante en la serie aparecen 5 años en donde el aumento acumulativo anual en periodos de 15 años es menor al 3,5%, valor sobre el que CARE recalculó la TIR. La última vez que esto ocurrió fue en el año 2005 para campos que habían sido comprados en el año 1990. Es importante destacar, que el Contrato de Fideicomiso considera 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 Las políticas públicas, el riesgo político

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

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

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

VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

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

En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos y cuantitativos - tanto los presentados por el estructurador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité de calificación de CARE entiende que los títulos recogen la calificación BBB (uy)¹² de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez

¹². BBB (uy). Se trata de instrumentos que presentan un riesgo medio bajo para la inversión, ya que evidencian un desempeño aceptable y suficiente capacidad de pago en los términos pactados. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, y las características del entorno, dan en conjunto moderada satisfacción a los análisis practicados, sin perjuicio de alguna debilidad en cualquiera de las cuatro áreas de riesgo. Podría incrementarse el riesgo del instrumento ante eventuales cambios previsibles en los activos o sus flujos, en los sectores económicos involucrados, o en la economía en su conjunto. La probabilidad de cambios desfavorables previsibles en el entorno es de baja a media baja, y compatible con la capacidad de la administradora de manejarlos aunque incrementando el riesgo algo más que en las categorías anteriores. **Grado de Inversión mínimo.**



Ing. Agr. Adrián Tamber