

**ACTUALIZACIÓN DE
CALIFICACIÓN DE RIESGO DE
CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN
EN EL DOMINIO FIDUCIARIO DEL
“FIDEICOMISO FINANCIERO
CAMPOS SUSTENTABLES”**

Montevideo, octubre de 2020

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

Actualización de la Calificación de Riesgo del “Fideicomiso Financiero Campos Sustentables”.
19 - octubre - 2020

Denominación:	Fideicomiso Financiero Campos Sustentables.
Fiduciario:	Trust Administradora de Fondos de Inversión S.A.
Agente de Registro y Pago:	Trust Administradora de Fondos de Inversión S.A.
Entidad Representante:	Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A.
Títulos emitidos:	Certificados de participación
Moneda:	Dólares americanos
Importe de la emisión:	USD 50.000.000 (cincuenta millones de dólares).
Plazo:	12 años (extendible a 15)
Fecha de primer integración:	18 de setiembre de 2015
Administrador:	OKARA Ltda.
Distribuciones:	Anuales, A los 10 días Hábiles Bancarios contados desde la Fecha de Cierre de los Estados Contables Anuales, siempre que existan Fondos Netos Distribuibles.
Activos del Fideicomiso:	Inmuebles rurales, contratos de arrendamiento, entre otros.
Comité de Calificación:	Julio Preve, Martín Durán Martínez y Adrián Tamber.
Calificación de Riesgo:	BBB.uy
Manual:	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros.
Vigencia de la calificación:	abril de 2021 ¹

¹. La misma puede variar ante la aparición de hechos relevantes

Resumen General

CARE ha actualizado la calificación de los certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero Campos Sustentables, manteniendo la calificación BBB uy) de grado inversor.

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

- Una construcción financiera que desde el punto de vista jurídico, ofrece las garantías necesarias tal como se apreció en el informe jurídico anexo a la calificación original. (Véase www.care.com.uy).
- Un diseño de gobierno corporativo que minimiza el riesgo a los inversionistas y que hasta la confección del presente informe ha funcionado en forma adecuada, disponiendo de informes del fiduciario, del operador y del comité de vigilancia.
- La capacidad de gestión de la empresa administradora del proyecto – Okara Limitada –, y de las que se vincula, se mantiene en términos generales por ahora, bajo los parámetros de eficiencia evaluados en la calificación original. Por su parte, el desempeño del fideicomiso más allá de las vacaciones registradas hasta la fecha resulta razonable.
- Un negocio que desde el punto de vista económico financiero para el inversor, soporta los stresses ajenos al negocio a los que razonablemente la emisora y la calificadora han sometido el proyecto. Completada la compra de tierras en 2018 se presentó una nueva proyección financiera, que determinó una TIR estimada del 6%. CARE recalculó la tasa interna de retorno suponiendo que se partiera del actual valor de los campos y que éstos crecieran a un 4% anual hasta finalizar el fideicomiso en el año 12 y en ese caso la TIR estimada sería de un 2,8%. (véase sección IV).
- La superficie adquirida fue un 3% superior a la previsión inicial y a un precio 2% inferior al presupuestado. Sobre fines de 2019 el campo de mayor superficie del fideicomiso (6.939 has) quedó sin arrendatarios en un 96% de la superficie, y el operador comenzó a buscar nuevos interesados. En abril de 2020 se arrendaron 2.763 hectáreas a una empresa vinculada al operador, lo que implicó una explotación excepcional prevista en el contrato, que requirió de autorizaciones especiales de los inversores y del comité de vigilancia. A partir de setiembre se arrendaron 350 hectáreas para arroz y el saldo de unas 3.000 hectáreas también quedaron arrendadas para una explotación ganadera; de esta forma el fideicomiso vuelve a tener el 100% del área bajo arrendamiento.
- La ambientación de los campos es un tema fundamental en el plan de negocios y se está realizando ya en todos los campos adquiridos, no sin algunas dificultades.

- Las proyecciones ajustadas para 2020 suponen que se devengarían arrendamientos por un total de 1,15 millones de dólares, que implicarían un 2,48% de caprate respecto de la inversión inicial. Este valor es menor al considerado en la última proyección financiera realizada (3,2%), y también menor al esperado para este año en la última actualización de abril (3,06%). El resultado esperado para este año, es menor al previsto como consecuencia de que uno de los predios (el más grande), como ya fue comentado, estuvo sin arrendarse durante una parte significativa del año.
- El ingreso por arrendamientos –con ocupación plena- estaría apenas por debajo de lo considerado en la última proyección realizada por el operador que calculó un caprate del 3,2% sobre el valor de compra. No obstante las proyecciones de la evolución del precio de la tierra utilizadas para estimar la TIR (8% anual) no se estarían cumpliendo como se analizará en las secciones correspondientes.
- La última tasación de los campos se realizó a diciembre de 2019. En esa oportunidad, al igual que el año anterior, se solicitaron dos tasaciones que mostraron resultados diferentes; una estima un valor total de 47,9 millones de dólares y la otra 42,5 millones, CARE entiende que la tasación que más se adapta al modelo de negocios es la primera (ver Sección IV).
- Para el caso de los commodities agrícolas, la coyuntura se presenta más favorable que en los años más recientes. La pandemia no ha modificado mayormente y hasta ahora la demanda ni la oferta de alimentos, pero los precios han mostrado una recuperación continua en los meses más recientes; algunos de ellos como el caso el arroz con aumentos importantes. Esto es consecuencia de una demanda sostenida y levemente creciente por parte de China (en soja), sumado a la debilidad del dólar y una menor cosecha en los Estados Unidos de América producto de un clima adverso. La agricultura se presenta hoy en día como una oportunidad coyuntural, con la amenaza de una posible falta de agua en el verano próximo producto de la sequía. Para el largo plazo, la bibliografía consultada mantiene las proyecciones respecto de que los precios nominales en el largo plazo tendrán aumentos, pero por debajo de la inflación del dólar.
- El mercado de tierra agrícola, si bien está afectado por coyunturas de corto plazo así como de decisiones nacionales e internacionales de políticas que afectan el tipo de cambio real, para el largo plazo presenta tendencias de incremento en sus precios, aunque a tasas menores a las proyectadas en años anteriores.
- No se advierten amenazas en lo que respecta a las políticas públicas.

I. ANTECEDENTES

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 Campos Sustentables".

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 que consiste en esencia en identificar, adquirir y arrendar inmuebles rurales subutilizados pero con alto potencial productivo y valorización en el mediano y largo plazo, mediante la aplicación de un plan de desarrollo tecnológico según las particularidades de cada inmueble, que su administración está mandatada a realizar. Admitido el rango de TIRs derivado de múltiples simulaciones razonables para el proyecto en la primer 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 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 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 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 Julio Preve, Adrián Tamber y Martín Durán Martínez. Asimismo, en oportunidad de la calificación original, CARE contrató los servicios del Dr. Leandro Rama, informe que se puede consultar en www.care.com.uy.

La vigencia de esta actualización es hasta el 30 de abril de 2021. Más allá de las actualizaciones de norma, la calificación puede variar ante la aparición de hechos relevantes.

2. Antecedentes generales y hechos salientes del período.

I. Antecedentes

- El objetivo inicial fue adquirir 11.563 has, desarrollar la “ambientación” agronómica, arrendarlas para su explotación por terceros y luego venderlas. Se han comprado 11.863 has, y en principio ya habría culminado el proceso de compra; se está avanzando en el proceso de ambientación el cual se realiza en acuerdo con los arrendatarios.
- El proceso de compra fue llevado adelante según el siguiente detalle:

Cuadro 1. Cronología de compras		
Fecha	Establecimiento	Area (has)
06/06/2016	Predio 1	6.939
27/09/2016	Predio 2	728
27/09/2016	Predio 3	1.992
27/09/2016	Predio 4	1.249
29/09/2017	Predio 5	955
Total		11.863

Fuente: Okara Ltda

- En la medida en que se fueron entregando los campos los mismos fueron cedidos en arrendamiento.
- En todos los campos se viene avanzado en el proceso llamado de ambientación, en el que a partir de información cartográfica, satelital y otras, se va a posibilitar a largo plazo una mejor gestión de esos establecimientos. En el primer informe del operador se encuentra una descripción del proceso seguido, necesario para poner en práctica la tecnología de “agricultura por ambientes”, que según señala el operador ya comienza a dar algunos resultados.
- En los campos Santa Rufina, El Repecho y La Rinconada, ya se obtuvieron los permisos para la realización de represas y el desarrollo de sistemas de riego.
 - En Santa Rufina la RENARE aprobó el plan de recuperación de suelos y la DINAGUA aprobó el uso de aguas públicas por parte del Fideicomiso
 - En El Repecho se aprobó el proyecto de riego por parte de DINAMA (categoría A) y ya se dispone de la autorización previa ambiental.
 - En La Rinconada, está autorizada la realización de tres represas (chica, mediana y grande).
- Al finalizar los contratos de arrendamientos, el operador analiza las distintas posibilidades, ya sean renovaciones o cambios de arrendatarios. Para tomar estas decisiones se tienen en cuenta el cumplimiento del plan agronómico y productivo planteado para cada campo, así como también la situación financiera en la que se encuentren los arrendatarios.

- Durante el segundo semestre de 2019 dos contratos del mayor predio del fideicomiso (6.939 has, el 58% de la superficie total) no fueron renovados, lo que implicó la necesidad de la búsqueda de una rápida solución. Esta situación generó menores ingresos para el año 2019, lo que también ocurrirá en 2020, aunque como se indica líneas abajo este problema estaría solucionado.

II. Hechos salientes del período

- A partir del 30 de abril de 2020 se concreta el arrendamiento de 2.763 has del campo que había quedado sin arrendatarios para la explotación agrícola por parte de una empresa vinculada al operador. Esta opción estaba prevista en el contrato de fideicomiso como explotación extraordinaria, pero requiriendo autorizaciones especiales del comité de vigilancia y de la asamblea de beneficiarios.
- El 1 de junio de 2020 se firmaron contratos con nuevos arrendatarios en los predios 5 y 3, al vencimiento de los contratos con los anteriores arrendatarios.
- A partir del 10 de setiembre de 2020 se ocupan 350 hectáreas del predio 1 (el de mayor tamaño) para la realización de arroz por dos años por parte de una empresa agroindustrial que se dedica a ese y rubro. El saldo de ese campo, aproximadamente 3.000 hectáreas son arrendadas por 4 años a partir del 7 de agosto para la explotación ganadera.
- A partir de agosto-setiembre de 2020 todos los campos propiedad de Fideicomiso pasan a estar arrendados.

En el siguiente cuadro se presenta una proyección de ingresos por concepto de arrendamientos para el año 2020. Las cifras son las reales hasta junio y el resto proyectadas.

Cuadro 2. Ingresos por arrendamientos en el año 2020- en USD			
Establecimiento	Precio de Compra	Ingresos Devengados Arrendamientos	Ingreso por ha/ precio compra
Predio 1	3.453	313.060	1,30%
Predio 2	5.500	141.139	3,52%
Predio 3	3.944	392.785	5,00%
Predio 4	3.400	145.675	3,43%
Predio 5	6.400	154.510	2,53%
Total		1.147.169	2,48%

Fuente: Okara Ltda

Nota: en el caso del Predio 1 hay que tener en cuenta que buena parte del período estuvo vacante.

3. Información analizada

La información analizada en esta ocasión fue la siguiente:

- Informes trimestrales del operador, el último a junio de 2019.
- Informes de seguimiento de los establecimientos.
- Entrevistas con el personal superior de OKARA.
- Estados Contables del Fiduciario al 30 de junio de 2020
- Estados Contables del Fideicomiso al 30 de junio de 2020.
- Estados Contables del Operador al 31 de diciembre de 2019.

II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

Se ofrecieron en oferta pública certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero Campos Sustentables, creado por contrato correspondiente de fideicomiso financiero. Este contrato, los certificados y los demás contratos citados se analizaron en ocasión de la calificación en la presente sección.

1. Descripción general

Denominación: Fideicomiso Financiero Campos Sustentables

Fiduciario: TRUST Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A.

Administrador: Okara Limitada.

Agente de Registro y Pago: TRUST Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A.

Entidad Representante: Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay.

Cotización bursátil: Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay.

Títulos emitidos: Certificados de participación

Activos del Fideicomiso: Inmuebles rurales, contratos de arrendamientos, entre otros.

Moneda: Dólares

Importe de la Emisión: USD 50.000.000

Plazo: 12 años.

Distribuciones: Anuales, a los 10 días hábiles bancarios contados desde la fecha de cierre de los estados contables anuales, siempre que existan fondos netos distribuibles.

Calificación de Riesgo: BBB (uy)

2. El análisis jurídico

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

Concluye: *“En conclusión y contemplando todos los aspectos involucrados, el negocio fiduciario cuenta con un razonable grado de cobertura, no advirtiendo riesgos sustanciales asociados a 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 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.*

III. LA ADMINISTRACIÓN

Las características de la emisión hacen necesario analizar dos empresas administradoras: TRUST Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A. (TRUST) en su condición de emisora y fiduciaria del fideicomiso financiero así como Agente de Pago y Entidad Registrante y por otro lado OKARA SRL en su doble condición de Administrador Profesional del patrimonio fiduciario y Fideicomitente por el 1% de la emisión. Se trata de evaluar la capacidad de gestionar, de administrar un patrimonio, para lograr el cumplimiento de las obligaciones 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.

La fiduciaria es TRUST Administradora de Fondos de Inversión S.A. (TRUST AFISA); se trata de una sociedad anónima cerrada, con acciones nominativas. Su domicilio es Rincón 487, Oficina 305, Montevideo. Tiene por objeto exclusivo la administración de fondos de inversión de conformidad con lo dispuesto por la Ley No. 16.774 de 27 de setiembre de 1996 y demás normas reglamentarias, modificativas y complementarias, pudiendo ser fiduciaria en fideicomisos financieros de acuerdo con el Artículo 26 de la Ley No. 17.703. Como tal, se encuentra regulada y supervisada por el Banco Central del Uruguay (BCU).

TRUST AFISA ha sido autorizada a operar como administradora de fondos de inversión por comunicación del BCU No 2011/180 del 5 de octubre de 2011.

A continuación se exponen en los cuadros siguientes su Estado de Situación Patrimonial y de Resultados intermedios al 30 de junio de 2020 y su comparativo con ejercicios anteriores.

Cuadro 3: Estado de Situación de TRUST (miles de \$)

Concepto	30/06/2020	31/12/2019	31/12/2018
Activo	36.738	32.898	32.344
Activo Corriente	2.466	1.460	3.940
Activo no Corriente	34.273	31.438	28.404
Pasivo	21.512	18.761	22.159
Pasivo Corriente	1.232	317	1.595
Pasivo no Corriente	20.280	18.444	20.564
Patrimonio	15.226	14.137	10.185
Pasivo y Patrimonio	36.738	32.898	32.344
Razón Corriente	2,00	4,61	2,47

Fuente: EE.CC TRUST

Cuadro 4: Estado de Resultados de TRUST (miles de \$)

Concepto	30/06/2020	30/06/2019	31/12/2019
Ingresos Operativos Netos	3.932	3.199	6.285
Ingresos Diversos	-	76	142
Ingresos Financieros	4.028	2.014	4.544
Total Ganancias	7.960	5.290	10.971
Gastos de Administración	(3.932)	(2.769)	(8.003)
Gastos financieros	(2.939)	(1.569)	(3.428)
Total Egresos	(6.871)	(4.338)	(11.431)
Resultado del Ejercicio	1.089	952	(459)
Ajuste integral (ejercicio anterior)	-	-	-
Resultado Integral del Período	1.089	952	(459)

Fuente: EE.CC TRUST

El capital autorizado de la sociedad es de \$ 20 millones en acciones de valor nominal de \$ 1 cada una y a la fecha se han integrado \$10.645.151.

TRUST AFISA comenzó a operar efectivamente como fiduciaria a partir del ejercicio 2013 con la administración del fideicomiso financiero "Torres Nuevocentro"; en la actualidad administra, además, el fideicomiso financiero "Campos Sustentables" y el fideicomiso de garantía "Inversora Rincón Trust".

Su idoneidad para administrar esta operación no ofrece reparos.

2. OKARA SRL

Sigue siendo OKARA LIMITADA el Administrador Profesional tal como se define en los contratos respectivos. Esta firma tiene domicilio en Justo Pastor Sotura 1268, de la ciudad de Dolores.

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 proporcionada por la firma en el Prospecto informativo, de sus EE.CC y a través de entrevistas con directivos de la empresa; administradores de campos; verificaciones de reputación mediante entrevistas a informantes calificados incluyendo visitas del Comité de Calificación de CARE a distintos establecimientos administrados por el equipo técnico de OKARA tal cual se daba cuenta en ocasión de la calificación original.

Desde que se hiciera dicha evaluación no se han registrado novedades que hagan cambiar el juicio de CARE respecto a la idoneidad de la firma para llevar adelante este emprendimiento por lo que se considera que no es necesario reiterarla acá. Por otra parte, el desempeño registrado hasta el momento, según se da cuenta en otra sección de este informe, avala el juicio emitido oportunamente acerca de su capacidad para ejecutar el plan de negocios.

Situación económico financiera

Como ya se ha referido, OKARA es una empresa de servicios. Su actividad principal está definida como la prestación de servicios de gestión tecnológica en la agricultura que básicamente se enfoca en planificación y control de gestión de la producción agrícola, aplicando tecnología y conocimiento para que los clientes, grandes propietarios y fondos de inversión, logren liderazgo en su negocio.

Cierra ejercicio el 31 de diciembre. De acuerdo a los EE.CC de los tres últimos ejercicios proporcionados por la firma (con informe de compilación) su situación patrimonial y los resultados obtenidos no ofrecen dificultades. El último balance disponible fue al cierre del 31/12/19.

Se concluye entonces que la idoneidad comprobada del Administrador, los protocolos de actuación y los controles internos a los que estará sometida así como su solvencia económico financiera siguen dando garantía suficiente de cumplimiento del plan de negocio.

3. El Fideicomiso

Luego de la autorización del BCU mediante la inscripción de los certificados de participación escriturales, se realizó en BEVSA la emisión de oferta pública de dichos valores el 18 de setiembre de 2015 por el valor correspondiente de USD50 millones.

Si bien originalmente estaba prevista una integración diferida de la emisión en tres etapas, por Asamblea de fecha 25/11/2015, los Titulares de Certificados de Participación del Fideicomiso Financiero Campos Sustentables resolvieron modificar el cronograma de integración de los Certificados de Participación, de acuerdo a lo previsto en la cláusula 3.3.4 del Contrato de Fideicomiso, adelantando la Segunda y Tercera Integración al día 29/12/2015. En consecuencia, el 100% de la integración se hizo durante el primer ejercicio en tres tandas.

En los cuadros siguientes se da cuenta del estado de situación patrimonial y de resultados del fideicomiso, intermedios al 30 de junio de 2020.

Cuadro 5: Estado de Situación Fideicomiso (miles de \$)			
Concepto	30/06/2020	31/12/2019	31/12/2018
Activo	2.009.580	1.773.485	1.534.064
Activo Corriente	168.809	142.975	112.789
Activo no Corriente	1.840.771	1.630.510	1.421.276
Pasivo	10.167	5.185	7.730
Pasivo Corriente	10.167	5.185	7.730
Pasivo no Corriente	-	-	-
Patrimonio	1.999.413	1.768.300	1.526.334
Pasivo y Patrimonio	2.009.580	1.773.485	1.534.064
Razón Corriente	16,60	27,57	14,59

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Si bien la moneda funcional del fideicomiso es el dólar americano, los estados contables se presentan en moneda nacional de acuerdo a la normativa uruguaya. El tipo de cambio vigente a la fecha de cierre (30/6/20) fue de \$ 42,212 por lo que si se convierte el monto de patrimonio contable a esa fecha da un monto de USD47.4 millones, cifra algo menor al monto emitido.

Según explican las notas a los EE.CC del cuadro precedente, los valores de los activos se presentan a su costo histórico de adquisición, en dólares americanos y convertidos a la moneda de presentación, deducida la correspondiente amortización (cuando procede) siempre que no haya sido necesario ajustar su valor al valor de tasación, lo que no corresponde en el periodo analizado

Cuadro 6: Estado de Resultados Fideicomiso (miles \$)

Concepto	30/06/2020	30/06/2019	31/12/2019
Ganancias	24.535	32.735	55.342
Ingresos Operativos	20.260	30.900	52.392
Resultados Diversos	3.224	101	230
Resultados Financieros	1.052	1.735	2.720
Pérdidas	(25.360)	(17.683)	(45.474)
Gastos directos de prestación	(4.343)	(4.348)	(8.898)
Gastos de administración	(6.910)	(6.958)	(19.960)
Gastos generales	(13.988)	(6.328)	(16.462)
Gastos Financieros	(118)	(49)	(153)
Resultado del periodo	(824)	15.052	9.869
Ajustes Integrales	231.937	131.046	232.097
Resultado Integral del periodo	231.113	146.098	241.966

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Los ingresos operativos devengados correspondientes al primer semestre de 2020 fueron, en moneda nacional, significativamente menores a los registrados en igual periodo del año anterior. Esto se explica, básicamente, por la desocupación circunstancial de uno de los campos de mayor área como se explica en otra sección. Al cierre del semestre había un saldo mayor a USD 300 mil de arrendamientos a cobrar; si bien la mayoría cuenta con garantías, igualmente el Fideicomiso ha constituido una previsión para incobrables equivalente al 2 % del saldo. El resultado integral al cierre corresponde al resultado de conversión de activos y pasivos a la moneda de presentación.

Habiéndose retomado el 100 % de ocupación de los campos propiedad del Fideicomiso, se ratifica el desempeño correcto que viene mostrando el administrador en la concreción del plan de negocios. Esto resulta confirmatorio del juicio emitido por CARE en cuanto a su idoneidad.

4. Riesgos considerados:

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

Riesgo administración, considerando la idoneidad para cumplir con la función de TRUST AFISA y OKARA SRL. En virtud de todos los análisis practicados incluso in situ; teniendo presente su reputación en el medio en el que actúa; considerando su experiencia previa; considerando su compromiso con el proyecto; teniendo presente el seguimiento que realizan tanto el Fiduciario como el Comité de Vigilancia, con amplias atribuciones y el sometimiento a protocolos de actuación; dado el cumplimiento satisfactorio del plan de negocios en el tiempo transcurrido, se considera que el *riesgo de incumplimiento de la administradora con las responsabilidades del proyecto es muy bajo.*

Riesgo de conflictos, derivado de la posibilidad de juicios capaces de interferir con el mandato recibido y en tanto la existencia de previsiones para enfrentarlos. Por iguales razones que el anterior, resulta poco probable que aun dándose conflictos, el fiduciario y la administradora no pudieran resolverlos a satisfacción del proyecto. *Riesgo muy 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 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 Campos Sustentables” es la obtención de financiación por medio de Oferta Pública de Certificados de Participación, con el fin de destinarlo al Proyecto, consistente en la identificación, adquisición y arrendamiento de propiedades agropecuarias subutilizadas con alto potencial productivo y de apreciación a mediano y largo plazo, para luego venderlas y capitalizar el incremento de su valor inmobiliario logrado mediante el plan de desarrollo especialmente realizado para cada una de ellas. Las compras se desarrollaron de acuerdo a protocolos detallados en el prospecto que se consideran adecuados al propósito del fideicomiso.

Las proyecciones económicas se presentaron oportunamente por un período igual a la duración del fideicomiso, o sea 12 años, sin considerar la posibilidad de variación de los tres años previstos. Para la actualización de abril de 2018 se contó con un nuevo modelo financiero que contempló ajustes en los costos de inversión y en los ingresos por arrendamientos, en base a los valores reales que se vienen obteniendo.

El proceso de compra de campos por parte del Fideicomiso ya se ha dado por finalizado. Se han adquirido cinco establecimientos, en cinco departamentos, alcanzando una superficie de 11.863 has, cuyo precio promedio resultó en unos USD 3.900/ha. En el proyecto se había estimado un total de 11.563 has a un precio de USD 3.995.

El portafolio de 11.863 hectáreas comprende unas 5.700 hectáreas destinadas a ganadería (48%) y unas 6.200 hectáreas destinadas a agricultura (52%).

El área agrícola considera aproximadamente 1.200 hectáreas afectadas al cultivo de arroz y 340 hectáreas de agricultura bajo riego. Asimismo para uno de los campos se cuenta con un proyecto aprobado con derechos gestionados y otorgados ante DINAGUA para desarrollar un sistema de riego por pivote con embalse artificial a construir y en otro de los predios se proyecta la ampliación de la capacidad de las represas, lo que permitiría abastecer un proyecto de riego por pivote de 2.000 hectáreas más de áreas agrícolas.

El área ganadera considera unas 1.000 hectáreas de monte nativo en uno de los campos, el cual se encuentra bajo un proyecto de sistematización aprobado por la Dirección General Forestal del MGAP para incrementar su capacidad productiva de generación de renta. Además considera unas 1.000 hectáreas de campo natural en rotación con la producción de arroz con potencial para desarrollarlo para producción agrícola.

La renta devengada en el año 2019 fue de 1.414.810 dólares lo que significó un valor medio de USD 119/ha, un 29% inferior a la esperada inicialmente por el proyecto agrícola ganadero en el año 2013, que era de USD 167/ha; pero apenas inferior (6,3%) a la considerada en el ajuste del modelo en 2018.

El resultado logrado es relativamente mejor a lo que ha ocurrido en los arrendamientos medios a nivel del país, ya que la información publicada por DIEA-MGAP en base a los Registros, muestra una caída de un 42% entre 2013 y 2020. (véase sección V).

En el siguiente cuadro se presentan los valores de arrendamientos esperados para el año 2020.

Cuadro 7. Esquema de arrendamiento a devengar de los campos del Fideicomiso en 2020

Campos	Area	Renta (USD/ha)	Total USD	Precio de compra	Cap Rate
Predio 1	6.939	45	313.060	3.453	1,31%
Predio 2	728	194	141.139	5.500	3,52%
Predio 3	1.992	197	392.785	3.944	5,00%
Predio 4	1.249	117	145.675	3.400	3,43%
Predio 5	955	162	154.510	6.400	2,53%
Total	11.863	97	1.147.169	3.892	2,48%

Fuente: Informe del Operador

Para este año 2020 el operador espera un nivel de ingresos menor al del año 2019. Esto se explica porque uno de los predios (el de mayor área) estuvo sin arrendatarios por varios meses de 2020, asimismo los precios de la soja y de la carne fueron menores promedialmente a los de 2019.

Si bien es cierto que los valores de arrendamiento obtenidos difieren de los esperados en el proyecto original, también es cierto que los valores de los campos también se han reducido. Por tal motivo, es importante determinar la tasa de capitalización (*Cap Rate bruto*), para evaluar el desempeño de la administración.

En ese sentido, el caprate promedio para 2020 sería del 2,48% para todos los campos, frente al 4,2% esperado en el proyecto original. Ese valor esperado es también menor al estimado en el ajuste del modelo financiero realizado en el año 2018 (3,2%), que incorporó información de precios en línea con los niveles actuales; no obstante, esta menor tasa tiene en este año una clara explicación y no se repetirá en 2021 ya que todos los predios están ahora un 100% arrendados.

Cuadro 8.- Resultados reales y esperados

	Ingreso arrendamientos USD	Renta media USD/ha	Caprate en %
Proyecto original año 2013	1.931.092	167	4,2%
Ajuste realizado en 2018	1.491.967	126	3,2%
Renta devengada 2017 (*)	1.500.381	126	3,3%
Renta devengada 2018	1.463.682	123	3,2%
Renta devengada 2019	1.414.810	119	3,1%
Renta a devengar 2020	1.147.169	97	2,5%

Fuente: CARE en base a prospecto e informes del operador

(*) Renta anualizada

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

El Prospecto presentaba una Tasa Interna de Retorno del proyecto de 8,23% en base a supuestos de capacidad de gestión, físicos y de precios de la tierra razonables para el momento. Las variables clave en las proyecciones del flujo de fondos refieren a la evolución esperada del precio de la tierra y a la evolución esperada del valor del arrendamiento.

Una vez completada la compra de los campos, OKARA presentó para abril de 2018 una actualización de las proyecciones financieras, sobre la base de los datos reales de los primeros años, en lo que se refiere a los precios de compra de los campos y los valores que se estaban obteniendo por los arrendamientos. Como ya fuera comentado se compró a un precio levemente menor al proyectado (2% menor), pero los valores de arrendamiento esperados se encuentran por debajo de lo previsto (29% más bajo que el prospecto).

Asumiendo el precio final de compra, y el valor promedio esperado en la coyuntura actual de la rentas, el Operador presentó en 2018 una nueva estimación de la tasa interna de retorno del proyecto. Esta proyección supone un incremento anual de la tierra del 8% y un aumento anual de un 3% en los ingresos por arrendamientos.

Cuadro 9. Reestimación de la TIR

Indicador	Inicial	Reestimada
TIR del Proyecto	8,54%	6,00%

Fuente: el Operador

Esta nueva TIR es más baja que la esperada originalmente en el Prospecto.

En el Prospecto se fundamentó la valoración esperada de la tierra considerando el plus que significa el agregarle el proceso de “ambientación”. Este agregado de valor en los campos seleccionados hace que los mismos cambien de destino productivo, o sea, se transformen de establecimientos básicamente ganaderos en campos con potencial agrícola, algunos de ellos con riego. Este hecho genera que el flujo esperado de ingresos “productivos” se modifique y conlleve una extra valorización de la hectárea.

Ello determinó que fuera en su momento aceptable el guarismo de 8% de incremento anual de valor nominal en dólares del prospecto. Como se verá en el capítulo V en períodos de 12 años, en promedio el valor de la tierra se ha apreciado en 8,2% anual, aunque hubo períodos en que ese guarismo fue bastante menor. Hoy en día, a la luz del análisis del comportamiento de los valores de la tierra en los últimos 5 años ese crecimiento anual parece muy optimista, incluso considerando el proceso de ambientación.

En relación a los arrendamientos, el último flujo financiero considera un incremento nominal de 3% anual, levemente superior a la inflación americana; no considerando movimientos en la productividad producto de las ambientaciones propuestas, eventuales incrementos en los precios de los productos, ni los aumentos de productividad derivados de la propia evolución tecnológica. En este caso, con una serie más corta (19 años) el incremento anual promedio en períodos de 12 años para los arrendamientos fue de 6,1%; este valor resulta muy alto al considerar los incrementos más recientes en las rentas consecuencia de los incrementos en los precios de las commodities, el crecimiento agrícola, el desarrollo forestal, etc..

Como ya lo planteara CARE en informes anteriores, el precio del arrendamiento es determinado por el precio de los productos, además del precio de la tierra. Esto explica el descenso del Cap Rate calculado, ya que los precios de los productos –y en consecuencia también de los arrendamientos- cayó más que los precios de los campos.

2.1 Replanteo del Flujo de Fondos y sensibilización

El último flujo financiero presentado en abril de 2018 se basa en una serie de supuestos que para la realidad actual parecen optimistas (evolución del precio de la tierra y de los arrendamientos). Por este motivo, tomando en cuenta las proyecciones de precios internacionales, las perspectivas de largo plazo para las commodities, y la evolución de los precios de los campos, CARE recalculó en la calificación de octubre de 2018 el Flujo de Fondos, suponiendo trayectorias de precios levemente menores a los proyectados en el modelo de negocios y evoluciones del precio de la tierra también menores. Estas proyecciones se han mantenido incambiables con relación a la fecha de la sensibilización por lo que en esta instancia no se justifican nuevas sensibilizaciones. Las trayectorias de precios se basaron en las proyecciones del USDA, de FAO-OCDE y del Banco Mundial², que tendrían correlación con los valores de los arrendamientos y en consecuencia con los ingresos del fideicomiso. Se consideró un 2,5% de aumento para los ingresos por los arrendamientos (como valor más probable), porcentaje que considera un leve aumento en los precios nominales pero también un aumento en la productividad esperada.

Asimismo, se supuso que el aumento del precio de la tierra fuera de un 4% anual, o sea un poco menos de la mitad del comportamiento histórico para períodos de 12 años. Para CARE un valor razonable de incremento anual del precio de la tierra debería contemplar a la inflación americana (1,5 a 2%) más el incremento en la productividad de la tierra (aproximadamente un 2%), por tal motivo el incremento de largo plazo en el precio de la tierra debería ubicarse entre un 3 y un 4%; como ya fuera comentado, en este caso podría ser mayor, habida cuenta del proceso de ambientación.

La nueva TIR estimada bajo estos supuestos sería de 3,5%, sigue siendo positiva y refiere a un escenario desfavorable ya que prácticamente desconocería los efectos sobre el aumento de precios derivados de la mejora en los campos (ambientación, transformación agrícola, riego, etc.). En el siguiente cuadro se presenta la sensibilización de los flujos considerando también valorizaciones mayores de los arrendamientos derivados de mejoras en la productividad de los suelos, producto de la ambientación.

Cuadro 10. Sensibilizaciones a distintas variaciones

Simulaciones	Tasa de evolución del precio de la tierra	Tasa de evolución arrendamientos	Tir proyecto
1	8%	7,0%	7,20%
2	8%	6,0%	6,90%
3	8%	5,0%	6,60%
4	8%	4,0%	6,30%
5 (*)	8%	3,0%	6,00%
6	4%	5,0%	4,30%
7	4%	4,0%	4,00%
8	4%	2,5%	3,50%

Fuente: CARE

Nota: Arrendamiento inicial: USD 125,77/HA

(*) valor esperado sin sensibilizar

Desde otro punto de vista, partiendo del valor actual de los inmuebles y si se diera un aumento anual promedio de 4% en los próximos 8 años, ello implicaría que durante los 12 años del fideicomiso el aumento promedio del precio de

². OCDE FAO. Perspectivas agrícolas 2020 – 2029 (julio de 2020), USDA Agricultural projections to 2029 (febrero 2020) y World Bank Commodity Markets Outlook (abril de 2020 con proyecciones a 2030).

la tierra sería del 2,5%. En ese caso la TIR del proyecto sería del 2,8%, menor a la esperada pero positiva. En este caso particular, dada la propuesta de ambientación de los campos, el incremento anual en el precio de la tierra podría ubicarse por encima de ese 4% y en ese caso la TIR sería mayor.

Como ya fuera analizado en profundidad, el valor final de los campos es un componente muy importante de la rentabilidad final del proyecto, por lo que la evolución de este indicador deberá seguir analizándose con la debida atención en futuras actualizaciones.

2.2 Nueva estimación del costo de oportunidad del capital

Con el objetivo de testear algunos cambios en las tasas de interés internacionales y en el riesgo país ocurridas en los últimos tiempos, CARE actualizó en esta oportunidad el análisis del costo de oportunidad del capital para descontar los flujos de fondos, en el entendido de que se constituye en un indicador importante para comparar con la TIR esperada

Para esto se utilizó el modelo de valoración CAPM (Capital Asset Pricing Model) y, siguiendo a Damodaran³ se adicionó a éste una prima que contempla el riesgo específico del mercado en el que se ejecuta el proyecto. En consecuencia para el cálculo del costo de los fondos propios se aplica la siguiente fórmula:

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

Donde:

E(ri): Tasa de retorno esperada del capital

β_{im} : Riesgo sistemático propio respecto del riesgo de mercado⁴.

rf: tasa libre de riesgo (Treasury Bonds USA)

E (Rm) – Rf: Prima de Riesgo del mercado. Es el premio por el riesgo específico al mercado en que opera el proyecto (La diferencia del rendimiento de los títulos de renta variable⁵ y la tasa libre de riesgo)

Erp: Prima por riesgo específico a la compañía o proyecto evaluado. Se considera en este caso el riesgo país de Uruguay (índice UBI).

Por lo general, se considera como la tasa libre de riesgo a los rendimientos de los Treasury Bonds 10 Years de la Reserva Federal de los Estados Unidos. Se opta normalmente por utilizar los promedios de 5 o 10 años de dichos rendimientos, evitando de esta manera los elevados valores de fines de la década de los noventa y comienzos de la década del 2000, en que el rendimiento se ubicaba entre 5 y 7%. En los últimos diez años, ese rendimiento se ubicó en 2,19%, y actualmente en valores cercanos a cero⁶. Luego del repunte de la tasa de interés de estos bonos a partir de julio de 2016 y hasta noviembre de 2018, como consecuencia del aumento de la tasa de interés de la FED, el rendimiento comienza a caer y todo parece indicar que por el momento se mantendrán en estos mínimos niveles.

Por su parte para medir el riesgo del país se consieran los rendimientos de los bonos soberanos uruguayos medidos a través del índice UBI de República AFAP. En este caso deben evitarse también los valores “anómalos” del período

³. A. Damodaran, "Estimating Equity Risk Premiums" Stern School of Business.

⁴. Se consideraron los betas promedio de empresas de producción primaria de bienes agrícolas en mercados emergentes según A. Damodaram

⁵. Equity Risk Premium del S&P 500

⁶. Los efectos de la pandemia del coronavirus afectaron los mercados financieros y en la actualidad los rendimientos de estos bonos están con tasas muy bajas en el entorno de 0,6%.

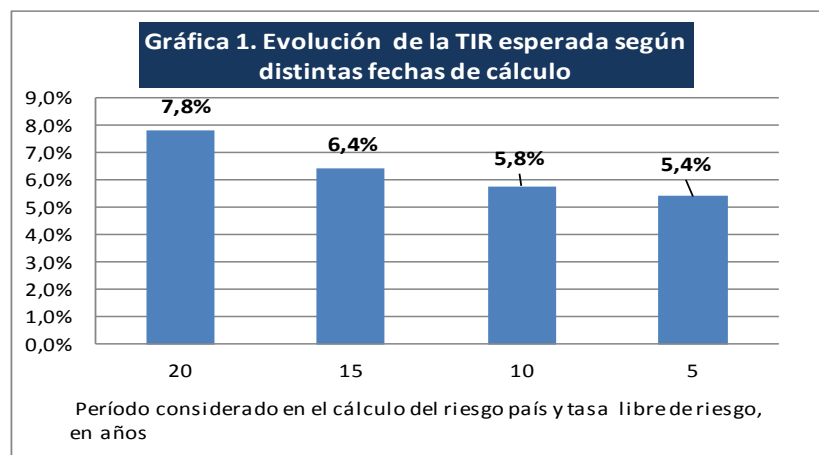
de la crisis de 2002. Si bien es una realidad que la economía uruguaya atraviesa en determinados períodos crisis de esa magnitud, no se considera muy probable que ello pueda ocurrir en el futuro mediano plazo.

El parámetro “beta unlevered” de Damodaram, para enero de 2020 se ubica en 0,5 lo que indica que la inversión en la producción agrícola tiene un menor riesgo y variabilidad que el promedio de todas las actividades en ese mercado.

A los efectos de calcular estos indicadores se tuvieron en cuenta los valores promedio de los últimos 5 años, para evitar variaciones coyunturales y tener una visión de mediano plazo⁷. En este sentido, para el caso del rendimiento de los bonos americanos se consideró 2,22% y para el riesgo país (índice UBI), se consideraron 1,82 puntos básicos. Ambos valores son particularmente bajos en relación con los históricos.

Aplicando estos valores se llega a una tasa de retorno esperada para el capital propio del 5,42%. Este valor es superior a la TIR esperada del inversor para la estimación realizada por CARE suponiendo menor crecimiento de los precios de la tierra. Si bien estas comparaciones coyunturales no pueden tomarse en sentido estricto, constituyen una referencia que – entre otras- ayuda a conformar un juicio acerca de la inversión original comparada con la coyuntura actual.

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



De mantenerse la tendencia bajista de las tasas de interés, el costo de oportunidad continuaría descendiendo.

3.- Tasación de la Tierra

A diciembre de 2019 se realizó la última tasación de los campos del fideicomiso y al igual que en el año anterior se dispone de dos tasaciones que muestran resultados en algunos campos muy diferentes entre las dos tasaciones.

⁷. En el momento actual, las tasas de interés internacionales están muy afectadas por la coyuntura internacional derivada de los efectos del coronavirus y los efectos que tendrá sobre la economía mundial.

Una de las empresas tasadoras, la que muestra menores precios, fundamenta sus valores en la mala situación del sector agropecuario, en la reducción de los precios agrícolas y en especial en los problemas financieros de la agricultura que tuvo un año muy malo en 2018, por lo que los valores estimados están muy afectados por esa situación. También se tiene en cuenta los escasos negocios que se han hecho, la ausencia de un mercado fluido de tierras y una débil demanda. En concreto mantiene exactamente los mismos valores que en 2018 ubicando los valores medios levemente por debajo de los valores de compra (-6,2%). En este caso, el total del valor de los campos es de 42,5 millones de dólares.

La otra empresa tasadora ubica los precios de los campos en 2019 en valores levemente por encima de los del año anterior (6,6%). Esta segunda empresa tasadora fundamenta sus precios en el potencial de producción y calidad de los campos. Para este caso, los valores medios de los campos del fideicomiso están un 3,7% por encima de los valores de compra. Para esta empresa tasadora el valor de los campos alcanza a la cifra de 47,9 millones de dólares.

CARE entiende que esta segunda tasación se adaptaría mejor al objetivo del análisis, ya que hoy los predios no están en venta, por lo que la coyuntura particularmente adversa no debería afectar su valor; por otra parte considera el potencial futuro de producción de los campos que es el mejor estimador del precio.

En el siguiente cuadro se presenta la evolución de los valores en el correr de los años, considerándose para el año 2018 y 2019 los valores promedios de las dos tasaciones.

Cuadro 11. Tasación de los campos				
Establecimiento	Precio de Compra	Tasación Dic. de 2017	Tasación Dic. 2018	Tasación Dic. 2019
Predio 1	3.465	3.627	3.203	3.203
Predio 2	5.500	5.600	5.841	5.903
Predio 3	3.944	3.944	3.837	4.311
Predio 4	3.400	3.550	3.224	3.296
Predio 5	6.400	6.401	6.350	6.702
Total	3.900	4.017	3.727	3.846

Fuente: CARE en base a informes de Tasaciones

El valor total de las 11.863 hectáreas considerando el promedio de ambas tasaciones es de 45,2 millones de dólares y se encuentra 1,4% por debajo de los valores de compra.

En virtud de todo lo anterior, se considera muy importante la próxima tasación que tendrá lugar a fines del corriente año 2020.

Como ya fuera analizado en profundidad, el valor final de los campos es un componente muy importante de la rentabilidad final del proyecto, por lo que la evolución de este indicador deberá seguir analizándose con la debida atención en futuras actualizaciones.

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 el modelo de negocios planteado en el Proyecto además el permanente seguimiento que se hará al cumplimiento en plazo y forma por CARE de los compromisos de 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, 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.

Las proyecciones básicas de largo plazo relativas a las perspectivas agrícolas no se han modificado a pesar de las condiciones imprevistas originadas por la actual pandemia de la enfermedad por coronavirus (COVID-19). En tal sentido se mantienen las proyecciones de que la oferta crecerá por encima de la demanda y en consecuencia habrá una tendencia a la disminución de los precios en términos reales, aunque los precios podrán subir nominalmente. Para la coyuntura, luego de una primera respuesta de los precios a la baja por la abrupta caída de la demanda por los efectos de la pandemia, se produce un rebote en los precios y hoy -al menos para el corto plazo- las perspectivas para la agricultura parecen más favorables. El índice de precios agrícolas de la FAO, muestra 4 meses seguidos de aumentos, y ya en setiembre de 2020 se ubica un 5% por encima de un año atrás.

Por otra parte, no se prevé por el momento como riesgo el de políticas públicas que puedan afectar el desarrollo de este tipo de proyecto,

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.

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, hoy no parecen tan robustos, al menos para el largo plazo. 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. Esos elementos siguen siendo válidos para el largo plazo, pero el aumento de la productividad, el incremento del proteccionismo, los conflictos comerciales, sumado a un crecimiento más moderado de las economías mundiales y los posibles efectos de la crisis sanitaria mundial, determina que para el largo plazo los precios se mantendrían en los niveles del pasado reciente, seguramente con pequeños aumentos pero menores a la inflación del dólar. No obstante, la actual coyuntura y las perspectivas para el corto plazo surgen más auspiciosas para algunos rubros, principalmente los agrícolas

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, tales como:

- En primer lugar hay que considerar los efectos de la pandemia, que generaron en primera instancia una reducción de los precios agrícolas como consecuencia de los impactos económicos sobre buena parte de las economías mundiales. No obstante, luego de esa primer reacción, los precios se recuperan rápidamente por varios motivos, tal como se desarrollará más adelante.
- Las economías avanzadas venían en una marcada desaceleración del crecimiento previo al 2020 y esa tendencia parecía mantenerse para el mediano plazo. La pandemia dejará un año 2020 con una caída importante en el PBI de la mayor parte de los países, lo que puede tener efecto en la demanda. Se espera un rebote para el próximo año, pero su magnitud y sus efectos aún parecen ser difíciles de prever, por su parte las elecciones en EEUU agregan una cuota más de incertidumbre.
- Las economías de los mercados emergentes que fueron el sostén de la década pasada, mediante el sostenido aumento de la demanda derivada del crecimiento económico, ya mostraban un enlentecimiento en esa dinámica determinando una reducción de la tasa de crecimiento de la demanda por materias primas y alimentos
- Este enlentecimiento en el crecimiento mundial ha determinado que la demanda por alimentos creciera por debajo del incremento de la oferta y por lo tanto se comenzaron a generar excedentes y en consecuencia precios más deprimidos para las materias primas.
- No obstante esa tendencia de largo plazo, la coyuntura para algunos rubros agrícolas muestra un cambio en las expectativas, en principio para el corto plazo. Como se verá más adelante, los precios agrícolas vienen subiendo sostenidamente de la mano de una mejora en la demanda y una oferta que no ha acompañado ese aumento. Las expectativas de precios han mejorado respecto de los años anteriores, habrá que ver si será posible aprovechar esa coyuntura, ya que las previsiones del clima no son las mejores al esperarse un verano seco como resultado del “fenómeno niña”.

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.

1.1. Sobre el precio de los productos agrícolas.

La trayectoria esperada de los precios de los productos agrícolas afecta de forma relevante la renta que se paga por la tierra y por ende, el resultado de la inversión. Como fue mencionado anteriormente, el 23% de los ingresos brutos refieren a los contratos de aparcería/arrendamiento.

Los precios agrícolas mostraron un fuerte aumento en sus valores a partir de 2005. La producción mundial 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.

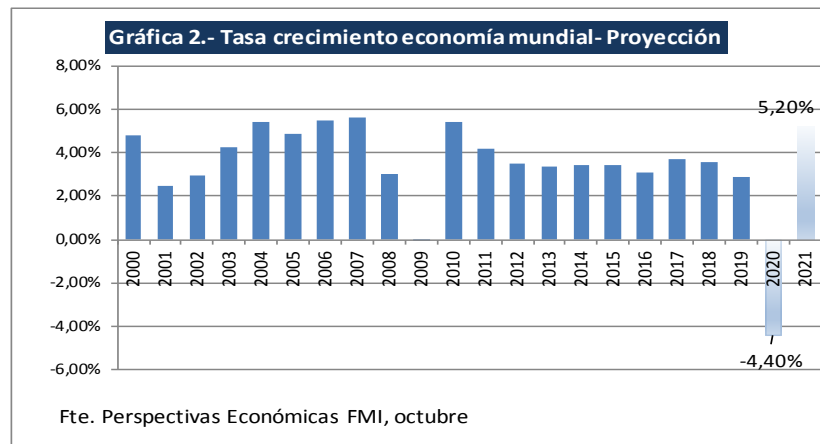
Las principales causas que impulsaron los precios al alza hasta el 2017 no se mantuvieron y el panorama hoy es diferente, más allá de algunos movimientos del pasado reciente que al igual que los de largo plazo se describen más adelante. CARE consultó diversas fuentes de información y todas coinciden con lo que a continuación se describe⁸.

El último informe de Perspectivas Agrícolas de OECD-FAO estima que para el próximo decenio, la importancia relativa del uso de alimentos, raciones y biocombustibles no cambiaría sustancialmente, dado que no se prevén grandes cambios estructurales en la demanda de productos básicos agrícolas. El aumento de la población mundial sigue siendo el principal factor de crecimiento, aunque los perfiles de consumo y las tendencias previstas varíen en función del nivel de desarrollo de cada país.

De esta manera, habría que prever una disminución real de los precios de la mayoría de los productos básicos alimenticios, como consecuencia de que las mejoras en la productividad dominarían sobre los factores que dan lugar a un aumento de los precios, como las limitaciones de recursos y el aumento de la demanda provocado por el crecimiento de la población y de los ingresos. Esto no implica que en coyunturas especiales los precios se aparten de esa tendencia general, como es lo que estaría ocurriendo en los últimos meses.

El Fondo Monetario Internacional (FMI), en sus previsiones de crecimiento de la economía mundial para los próximos años ha venido ajustando sus proyecciones las cuales califican de altamente inciertas dado el impacto que está teniendo la pandemia del Covid19, lo que ha llevado al mundo a transitar por una crisis sin precedente. En su último informe del 13 de octubre proyecta una caída del 4,4% de la economía mundial para el 2020 y un aumento del 5,2% para el 2021. En este año 2020 solamente China crecerá y lo hará en un 1,9%.

⁸. Perspectivas Agrícolas FAO-OCDE 2020-2029 (julio de 2020); USDA Agricultural Projections to 2029 (febrero 2020); Banco Mundial-Commodity Markets Outlook (abril 2020) y Banco Mundial-Commodity Prices (octubre 2020) y FAO- Índice de Precios de los Alimentos.



Según las últimas proyecciones del FMI, “el crecimiento mundial alcanzará $-4,4\%$ en 2020; o sea, una contracción menos grave que la pronosticada en la actualización de junio de 2020. Esta revisión refleja niveles del PIB mejores que los previstos para el segundo trimestre, en particular en las economías avanzadas, cuya actividad comenzó a mejorar antes de lo esperado cuando los confinamientos se hicieron menos estrictos en mayo y junio, así como también indicios de una recuperación más fuerte en el tercer trimestre. El crecimiento mundial está proyectado en $5,2\%$ en 2021, un poco menos que lo pronosticado en la actualización de junio de 2020, dado que la desaceleración prevista para 2020 será más moderada y es consecuente con las expectativas de persistencia del distanciamiento social. Tras la contracción de 2020 y la recuperación de 2021, el nivel del PIB mundial en 2021 estaría apenas $0,6\%$ por encima del de 2019. Las proyecciones de crecimiento implican amplias brechas negativas del producto y elevadas tasas de desempleo este año y el próximo, tanto en las economías avanzadas como en las de mercados emergentes”.

Para el mediano plazo, el FMI estima que el PBI mundial rondará el $3,5\%$, una cifra que estaría por debajo de las proyecciones que se realizaron antes de la pandemia.

Los informes sobre las perspectivas de la economía mundial del FMI, establecen que estas proyecciones de base se fundamentan en presunciones muy críticas sobre las secuelas que dejará la pandemia. Las medidas que se han venido tomando, y que se vienen dilatando en el tiempo, relativas a los confinamientos, el distanciamiento social, el cierre de algunas actividades, etc., sumado al incremento de los costos en sanidad, generan importantes caídas en la productividad y por lo tanto en la producción.

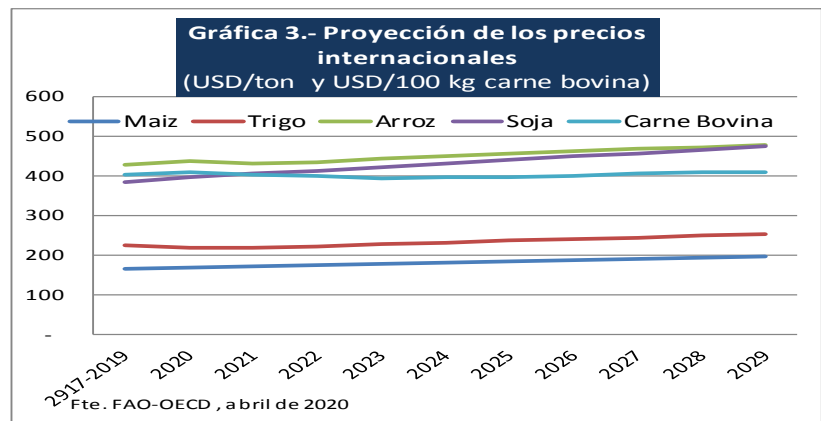
Las perspectivas del Banco Mundial, OCDE - FAO y el USDA⁹ coinciden en describir para el largo plazo un panorama de recuperación muy bajo de los precios de productos agropecuarios durante la próxima década, pero también coinciden en que ese incremento no compensará seguramente la depreciación del dólar y en consecuencia caerían en términos reales.

⁹. Idem 6.

La última publicación anual de FAO-OCDE Agricultural Outlook 2020-2029, establece la hipótesis de un panorama muy crítico para la producción de alimentos como consecuencia del Covid-19. Por un lado prevé la reducción de la oferta por reducción de los procesos de producción, logística y comercio y fuerte caída de precios como consecuencia de los problemas económicos de

muchos países y en consecuencia mayor reducción de la demanda. Los rubros más afectados serían los aceites vegetales y los productos de origen animal, por su parte los productos básicos se verían menos afectados.

Las últimas proyecciones a 10 años de FAO-OCDE plantean que habrá pequeños incrementos en los precios nominales (1,7% anual para trigo, 1,8% para maíz, 2,1% para la soja, 1% para arroz y no habría aumentos para la carne vacuna).



Por su parte, el Banco Mundial actualiza periódicamente su proyección de precios de las commodities. La última actualización es de abril de 2020, muestra cómo los precios de todos los rubros se espera tengan un leve crecimiento en dólares corrientes hasta 2030, aunque a tasas bajas (3,6% para soja, 2,8% para maíz, 0,6% para arroz, 1,7% para trigo y 0,4% para carne bovina).

El USDA también espera incrementos en los precios nominales, pero menores a la inflación esperada y también por lo general de menor magnitud que el resto de los organismos. Todos proyectan aumentos de precio positivos en dolares corrientes pero en varios casos los valores caerían en valores reales. La excepción parece ser el caso de la soja y posiblemente también el maíz; excepto para las proyecciones del USDA.

Cuadro 12. Tasa de evolución de los precios proyectadas para la década

Cultivo	FAO-OCDE	Banco Mundial	USDA
Maíz	1,8%	2,8%	0,6%
Soja	2,1%	3,6%	0,2%
Trigo	1,7%	1,7%	1,0%
Arroz	1,0%	0,6%	1,3%
Carne Bovina	0,0%	0,4%	0,0%

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

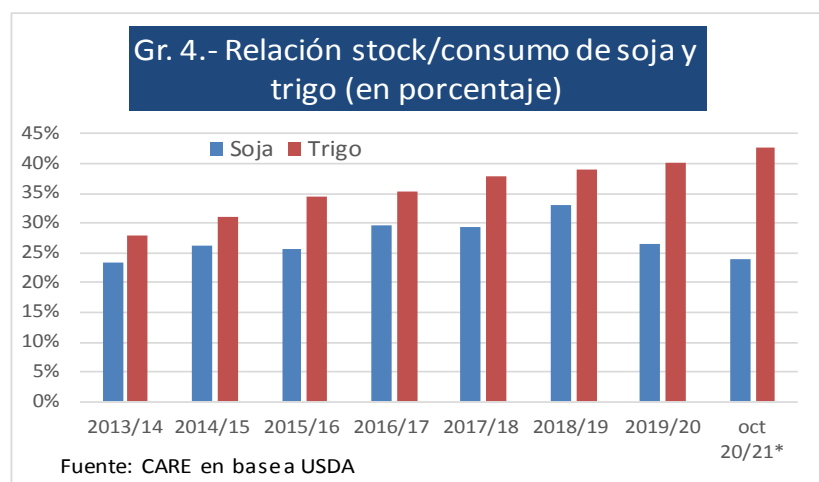
La tendencia de largo plazo parece estar clara, no obstante eso no implica que por situaciones coyunturales la trayectoria de los precios no pueda mostrar desvíos, tal cual parecería ser el caso actual.

En efecto, la FAO releva el índice de precios de los alimentos, que es una medida de la variación mensual de los precios internacionales de una canasta de productos alimenticios. Este índice se situó en setiembre de 2020 en un promedio de 97,9 puntos, es decir, 2,0 puntos (un 2,1 %) más que en agosto y

4,6 puntos (un 5,0 %) por encima de su valor hace un año. El valor de setiembre es el más elevado desde febrero de 2020 y representó el cuarto aumento mensual consecutivo. Los precios mucho más firmes de los aceites vegetales y los cereales explican la última subida del índice, por el contrario, los precios de los productos lácteos se mantuvieron en general estables, mientras que los del azúcar y la carne retrocedieron respecto de sus niveles de agosto.

Esto indica que las perspectivas para las siembras de esta zafra parecen más auspiciosas que en los últimos años. Estas perspectivas de mejores precios son el resultado de una demanda sostenida por parte de China que se encuentra recomponiendo stocks y apostando al crecimiento de la producción de carne de cerdo luego de los problemas derivados de la fiebre porcina.

Del análisis del ratio stocks/consumo surge que efectivamente nos encontramos para el caso de la soja con una relación relativamente baja en términos históricos, lo que refuerza la idea de que al menos para ese rubro las perspectivas para el corto plazo son auspiciosas. Algo similar ocurre en el arroz, los stocks se mantienen en niveles muy bajos lo que determina aumentos en los precios, que se podrán mantener hasta que se recompongan las existencias. No obstante, para el caso del trigo la relación de stock/consumo se encuentra en valores muy altos, por lo que los recientes incrementos en los precios internacionales difícilmente se mantengan.



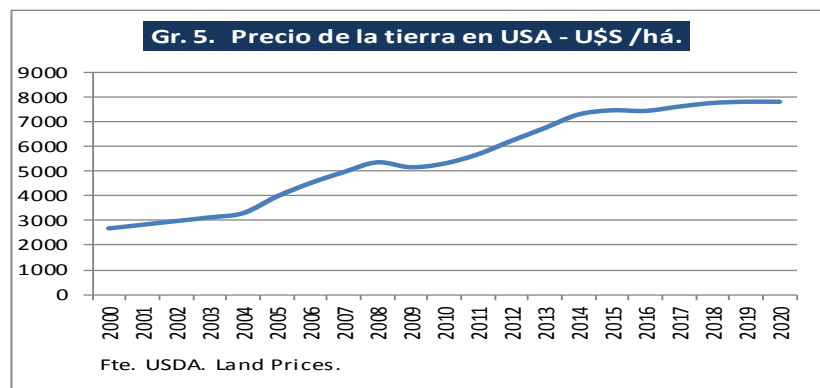
La política monetaria de los Estados Unidos de América podría tener también una incidencia en el valor nominal de las materias primas, ya que de mantenerse o profundizarse la debilidad del dólar los precios podrían también aumentar. Por este motivo, las elecciones en los EEUU generan también un importante grado de incertidumbre.

1.2. El precio de la tierra

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

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

En lo que respecta, en particular al precio de la tierra en Estados Unidos, en lo que va del siglo XXI se observa una continua fase ascendente, con alguna excepción (2009 y 2015) en donde se verificaron mínimas reducciones, pero que no modifican la tendencia. El precio en Estados Unidos cayó únicamente en los primeros años de la década del ochenta ante el cambio de la política monetaria denominado "Plan Volker" y en menor medida, después de la crisis financiera de Lehman Brothers, y en forma muy moderada. Cualquiera de los dos shocks negativos en el nivel de precios, fueron revertidos en pocos años. En 2018 los precios de la tierra (promedio) aumentaron un 2%, para 2019 el USDA reporta un aumento de un 0,6% en términos nominales y para el año 2020 mantiene el mismo valor nominal que en el año anterior. Si se analizan los datos para las tierras agrícolas y para las ganaderas por separado, el comportamiento de la evolución de los precios es el mismo.



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" (Missouri), el USDA en su reporte de Agosto de 2020, 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.

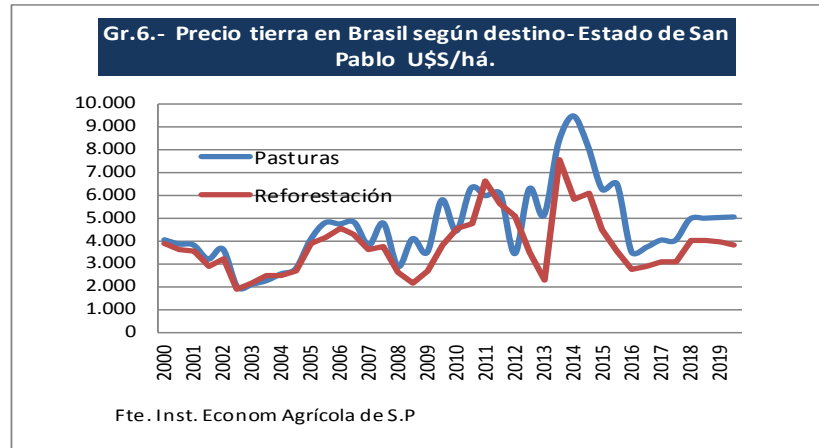
Cuadro 13. Precio de la tierra regada y no regada en el Corn Belt de EEUU (USD/ha)

	2016	2017	2018	2019	2020
Regada	11.935	12.207	11.787	11.787	11.613
No regada	8.575	8.525	8.352	8.278	8.402
Variación en porcentaje	39%	43%	41%	42%	38%

Fuente: elaborado en base a datos de USDA

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

Para el año 2019, último reportado por el Instituto de Economía Agrícola de San Pablo los precios de la tierra para pasturas crecen levemente (1%) mientras que las que tienen por destino la silvicultura y pasturas naturales caen un 4,9%.

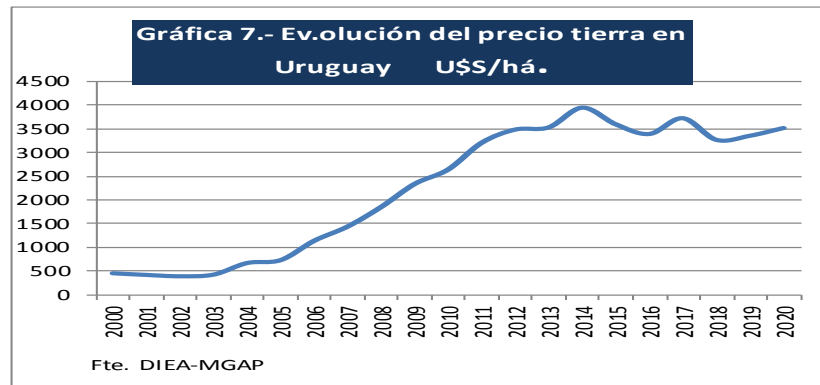


La particular situación de Argentina hace imposible disponer de una serie de precios actualizada y confiable de la tierra. La alta volatilidad de las políticas, las elevadas detracciones a las producciones agrícolas, los desajustes macroeconómicos y las restricciones al manejo de las divisas, generan distorsiones en los valores que nada tienen que ver con la tendencia que deberían tener los precios de los campos. Sobre la base de algunos trabajos técnicos a los cuales CARE tuvo acceso, en un período de 55 años (1956 a 2011) el precio de la tierra agrícola (de muy buena calidad) en Argentina, aumentó a un ritmo promedio de 3,5% acumulativo anual en términos reales.

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 en 2017 DIEA reportó un aumento de un 9,8% en el valor de la tierra, luego en 2018 la misma oficina da cuenta de una reducción de un 12,3%, en 2019 se reporta un leve aumento de un 2,6% y luego para el primer semestre de 2020¹⁰ el precio promedio de la hectárea media del país estaría mostrando una recuperación de un 5%.

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

¹⁰. "Precio de la Tierra" Compraventas Primer Semestre de 2020, publicado en setiembre de 2020.



Existen otras fuentes de información realizadas por consultoras y operadores del mercado¹¹, las que tratan de contemplar la calidad de las tierras corrigiendo los valores por el índice CONEAT y de esta forma hacer más comparable los valores. Existe una proporcionalidad comprobada¹² entre el índice de CONEAT y el precio con valores de campo con CONEAT por encima de 100, pero cuando los índices están por debajo de 100, los precios también caen pero no exactamente en la misma proporción que cuando están por encima de 100. Esto básicamente se explica porque muchos de los campos por debajo de 100 son demandados para producciones diferentes a la carne y a la lana (arroz, forestación), rubros considerados para determinar el valor del índice.

Realizando estas correcciones a la información disponible se obtienen series de precios que también muestran un comportamiento muy similar al obtenido por DIEA: un aumento sostenido y muy importante hasta el año 2014 y luego un descenso continuo hasta el presente. Con la diferencia de que ubican el precio actual con una caída mayor (30%) que la que se nota utilizando los valores medios de la Serie de DIEA (11%). Esto se explicaría por la elevada proporción de campos agrícolas y forestales (algunos ya forestados) en las compraventas de los últimos años.

La valorización del precio de la tierra es un componente muy importante de ingreso final del fideicomiso (77%) 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 8% (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.

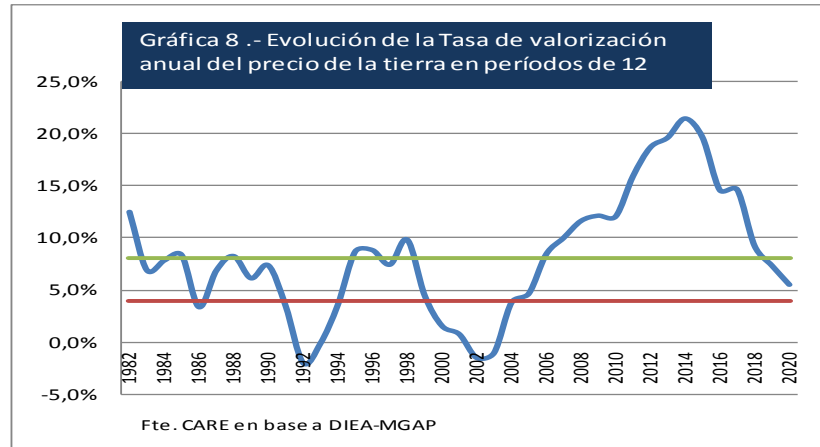
Para ello CARE analizó con la información de los precios de la tierra (en dólares corrientes) de una serie de 51 años (1970 a 2020) la variación anual en períodos de 12, en donde se observa lo siguiente:

- En promedio, la evolución anual del precio de la tierra en períodos móviles de 12 años fue de 8,2%.
- No obstante en la serie aparecen 17 años (un 47%) en donde el aumento acumulativo anual en períodos de 12 años es menor al 8%, y 9 años en donde es menor al 4% valor sobre el que CARE recalculó la TIR.

¹¹. SERAGRO, Agroclaro y operadores privados

¹². Lanfranco y G. Sapriza (Serie Técnica N° 187 de INIA, "El índice CONEAT como medida de productividad y valor de la tierra" 2011)

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 concepto de ambientación, cambio de destino en el uso de la tierra y mucho menos el desarrollo del riego, por lo que este comportamiento no debería trasladarse a las tierras de este fideicomiso, sino solamente considerarlo como una información adicional. Finalmente, 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.



CARE entiende que si bien cabe esperar para el mediano y largo plazo aumentos sostenidos en los precios de la tierra, éstos no serían de similar magnitud que el pasado. Muy probablemente los aumentos de precios compensarán la inflación de Estados Unidos, más un pequeño componente por incremento de la productividad de la tierra, de esta forma se deberían ubicar entre el 2 y el 4% anual. Para este caso en particular el proceso de ambientación y la eventualidad del riego podrían mejorar ese porcentaje.

1.3. Sobre los arrendamientos

El comportamiento de los precios de los arrendamientos, en los últimos 21 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 a partir de 2018.

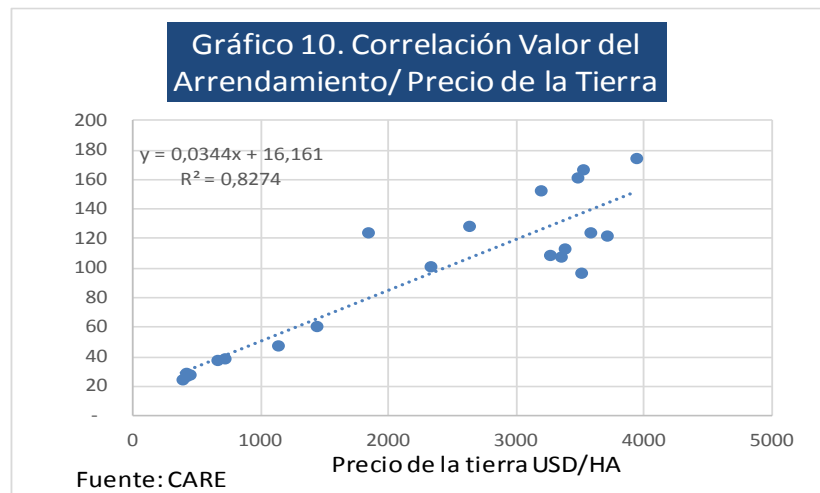


Cuadro 14. Precio promedio de arrendamientos

Año	Renta (USD/ha)	Indice base 2011=100
2010	128	84%
2011	152	100%
2012	162	106%
2013	167	110%
2014	174	114%
2015	124	82%
2016	113	74%
2017	122	80%
2018	109	72%
2019	107	70%
2020 (1er semestre)	97	64%

Fuente: DIEA-MGAP

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



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

Cuadro 15. Coeficientes de Correlación

Año	R2
Arrendamiento - Novillo	0,93
Arrendamiento - Soja	0,92
Arrendamiento - Leche	0,94
Arrendamiento - Maiz	0,88

Fuente: CARE

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

Si bien se puede constatar esa alta relación entre los valores de los arrendamientos y los valores de la tierra y de los productos agropecuarios, los efectos derivados de la situación excepcional de la pandemia sumado a la fuerte apreciación que ha tenido el dólar en Uruguay, en la región y en el mundo, puede ocurrir que momentáneamente esa asociación entre los precios se pueda desarbitrar.

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. En este sentido, no surgen elementos que puedan hacer suponer que el gobierno pueda tomar medidas de política que atenten contra este tipo de emprendimiento.

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)¹³ de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.

Comité de Calificación



Ing. Julio Fleve



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrian Tambler

¹³. **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.**