

CARE

CALIFICADORA DE RIESGO

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

Montevideo, noviembre de 2020

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

Actualización de la Calificación Oferta Pública 05- noviembre -2020

Denominación:	Fideicomiso Financiero Fondo de Tierras Uruguay
Fiduciario:	Winterbotham Fiduciaria SA Administradora de Fondos de Inversión.
Operador Administrador y Organizador:	Farm & Forestry Management Services SRL (FMS)
Agente de Registro y Pago:	Winterbotham Fiduciaria SA Administradora de Fondos de Inversión.
Entidad Representante:	Bolsa Electrónica de Valores Sociedad Anónima
Títulos emitidos:	Certificados de participación
Moneda:	Dólares americanos
Importe de la emisión:	USD 52.010.000
Fecha de la emisión:	24 de abril 2013
Plazo:	12 años.
Distribuciones:	Anuales según resultados de ingresos por arrendamiento neto de costos y provisiones
Activos del Fideicomiso:	Inmuebles rurales con destino a arrendamiento y explotación, contratos de arrendamiento, pastoreo, entre otros.
Vigencia:	30 de abril de 2021
Calificación de Riesgo:	BB (uy) ¹
Manual Utilizado:	Manual Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros
Comité Calificación:	Martín Durán, Julio Preve y Adrián Tamber.

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

Resumen General

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

- Sobre mediados del año 2020 se arrendó la totalidad de los campos del fideicomiso. No obstante, se verifican importantes desvíos en los ingresos por arrendamientos, parte de éstos serán compensados con inversiones que los arrendatarios están realizando a cuenta del Fideicomiso, pero otros refieren a atrasos en los pagos que parecen de compleja solución.
- Ya han pasado más de 7 años desde la constitución del fideicomiso y su plazo original es de 12. Las dificultades para la concreción del plan de negocios han ido erosionando las estimaciones de los resultados manteniéndose las dudas sobre la tasa de valorización esperada de los campos. La última tasación fue realizada a diciembre de 2019 y ésta estimó el valor de los campos un 16% en dólares corrientes por debajo del de la compra. De esta forma, solamente para recuperar el valor de compra de los campos, los mismos deberían aumentar en los próximos 5 años en un 3,7% acumulativo anual. Esta cifra podría ser alcanzable bajo ciertas circunstancias. No obstante, para alcanzar el valor de la emisión mediante la valorización de la tierra, ésta debería crecer en los próximos 5 años en un 5,3% anual, también posible pero difícil de acuerdo a los antecedentes del Fideicomiso y las estimaciones habitualmente aceptadas por CARE.

Otros aspectos salientes de la calificación son:

- Una construcción financiera que desde el punto de vista jurídico ofrece las garantías necesarias tal como se aprecia en el informe jurídico de la calificación original (Véase www.care.com.uy).
- Una administración del fideicomiso en la que se han verificado diferencias en su gobernanza que no favorecen el buen funcionamiento del mismo.
- En este período se sigue verificando un desvío entre los ingresos de arrendamientos proyectados y los reales.
- Durante el 2020 se lograron arrendar finalmente y en forma completa la totalidad de los campos del fideicomiso en contratos de largo plazo, sin embargo tampoco en 2020 la ocupación será plena, ya que en el campo más grande (Tacuarembó) recién se cerró el contrato en el segundo semestre de 2020. No se han logrado avances en el cobro de las rentas de la quinta de citrus y surgieron dificultades en el cobro del campo de Lavalleja. De esta forma, si bien se habrían solucionado los problemas de vacancia ahora las dificultades son de cobro.
- La reducción en los valores de las rentas sumado a la baja ocupación de los mismos, determina que el cap-rate alcanzado (devengado y sobre el valor de compra) en el año 2020 esté por debajo de lo esperado en el prospecto original, siendo también menor a las aceptables según diferentes estimaciones tanto de CARE como del Comité de Vigilancia. Para el año 2021 podría mejorar ya que la ocupación de los campos será plena durante todo el año, no obstante habrá que ver que sucede con las gestiones de cobro.

- La tasa de valorización de los campos necesaria para alcanzar el valor de compra en el plazo de duración del fideicomiso (sin prórroga), se ubica entre 1,2 y 9,4% anual, según el campo. Para el promedio de los campos la valorización anual partiendo de los precios de diciembre de 2019 debería ser del 3,7% anual durante los 5 años que restan, solamente para recuperar el valor de compra; porcentaje que si bien no es desconocido no se puede afirmar que se alcance. Para recuperar el valor de la emisión², los campos deberían valorizarse en un 5,3% anual.
- 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 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, las diferentes referencias bibliográficas consultadas, coinciden en mantener 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, 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.

² El valor patrimonial del fideicomiso se encuentra al 30 de setiembre de 2020 en 10,3 millones de dólares por debajo de la emisión.

I. INTRODUCCIÓN

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

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

La calificación de riesgo supone la expresión de un punto de vista especializado por parte de una empresa autorizada a ese propósito por el Banco Central del Uruguay (BCU), que realiza la supervisión y control del sistema financiero, así como de las calificadoras de riesgo. La nota obtenida no representa no obstante una recomendación o una garantía de CARE para futuros inversores, y por tanto la calificación debe considerarse a los efectos de cualquier decisión como un punto de vista a considerar entre otros. CARE no audita ni verifica la exactitud de la información presentada, la que sin embargo procede de fuentes confiables a su juicio³.

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

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

La vigencia de la calificación es hasta el 30 de abril de 2021. No obstante la misma puede variar ante la aparición de hechos relevantes.

2. Antecedentes generales y hechos salientes del período

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

³. no se responsabiliza por el uso que de este informe se haga por parte de terceros con otros fines para el que fue elaborado, máxime cuando se tomen del mismo aspectos parciales que distorsionen su real sentido.

a. Antecedentes

- En abril de 2015, se completó el proceso de compra de campos alcanzando a las 13.492 hectáreas. Dicho proceso se ha realizado conforme a lo proyectado en el modelo de negocios del Prospecto de Emisión y su posterior modificación de 2013.
- El precio medio logrado en las transacciones fue de 3.572 dólares por hectárea; valor inferior al proyectado en el modelo de negocios, que era de 3.690 dólares.
- Se han constatado desde el inicio demoras en la implementación del plan de negocios en lo que refiere a la concreción de arrendamientos.
- A los efectos de monitorear el punto anterior, CARE contrató oportunamente un estudio de relevamiento de suelos con el fin de caracterizar los predios según aptitudes productivas y a partir de ellas estimar ingresos mínimos de arrendamiento.
- Se han dado ciertos diferendos entre los actores de la gobernanza del Fideicomiso.
- El Comité de Vigilancia entiende que a su criterio el cap rate mínimo al cual debería aspirarse es de 2,5 %, el cual no se está alcanzando, guarismo que en términos generales es compartido por CARE, como se verá más adelante.
- Sobre fines de 2017 se firmaron contratos para el inicio de la explotación agrícola en los campos del norte, por un total de 2.180 hectáreas en los tres campos. La experiencia no fue buena por problemas climáticos y de arrendatarios el fideicomiso no logró hacerse de las rentas. Para el 2018 solamente se arrendaron unas 300 hectáreas con esa finalidad en esos campos, y los resultados volvieron a ser muy malos con dificultades para el cobro de las rentas.
- Se llegó a un acuerdo respecto del diferendo existente con la compra del predio de San Isidro. De esta forma se liberó el depósito de parte del precio y se firmó el acuerdo con el vendedor. Esto implicó un ingreso adicional para el Fideicomiso de aproximadamente 800 mil dólares, y el compromiso del operador de gestionar ante la Dirección General Forestal una autorización de desmonte de un mínimo de 356 hectáreas; solicitud denegada por la DGF.
- En 2019 se firmó un contrato de arrendamiento a 8 años en uno de los predios de Artigas (La Arrocería), por el 100% del campo para realizar una explotación agrícola-ganadera (921 hectáreas). El 13 de noviembre de 2019 se firmó con el mismo arrendatario un contrato de arrendamiento por 652,5 hectáreas del campo San Juan, con destino a la actividad ganadera. El campo San Juan es lindero a La Arrocería, el cual ya se encontraba arrendado a la misma persona, por lo que mediante este contrato se amplió el área tomada en iguales condiciones y con igual garantía. La firma de este contrato implicó arrendar el campo en su totalidad, lo cual no había sido posible hasta el momento.

- El 30 de abril de 2019 se firmó un contrato de arrendamiento por el 100% del campo de San Isidro, por un plazo de 5 años. En los primeros dos trimestres se utilizó la mitad del campo, y a partir de noviembre la totalidad del mismo.
- En febrero de 2019 la empresa Citrícola Salteña SA entró en concurso de acreedores. Esta situación determinó que a partir de esa fecha se dejara de cobrar el arrendamiento de uno de los predios del fideicomiso arrendado a esa empresa (una quinta de citrus). Por las rentas adeudadas, se deberá esperar a la resolución del Concurso y cobrar a prorrata con los demás acreedores.
- La última tasación de los campos, realizada a diciembre de 2019 estiman un valor promedio de USD 2.984/ha, lo que representa un aumento de un 1,7% respecto del año anterior. El valor actual promedio de la hectárea del fideicomiso acumula una rebaja del valor con respecto a su valor de compra de un 16,5%. (equivale a USD 7.934.392).

a. Hechos salientes del período

- Sobre fines de mayo la DINAMA notificó la Autorización Ambiental Previa habilitando la plantación forestal en el predio de La Española. Sin embargo, solo aprobaron 173 ha efectivas (208 ha afectadas) de plantación, un área muy baja respecto a lo solicitado. El área la disminuyeron de 313 ha a 173 ha (cuando los suelos 07.1 de prioridad forestal en ese padrón son 580 ha) Además, obligan al empresario forestal a hacer un control arqueológico de seguimiento de obra antes de la plantación; se solicitó revisión de la autorización, aunque igualmente se iniciaron las actividades.
- El arrendatario de uno de los predios (2.940 hectáreas) no viene pagando el arrendamiento y ya debe tres trimestres. Se intimó el pago en más de una oportunidad y ya se iniciaron acciones legales. Tampoco se ha podido cobrar la renta del predio citrícola arrendado a Citrícola Salteña SA, la que debe ya dos años. La falta de estos pagos afecta de forma importante los ingresos en efectivo del fideicomiso ya que en otros predios parte de las rentas vienen siendo compensadas con inversiones que realizan los arrendatarios a cuenta del fideicomiso.
- En junio de 2020 se firmó contrato de arrendamiento a 4 años por 1.675 hectáreas en el predio de Artigas que aún no estaba totalmente arrendado, alcanzándose de esta forma el arrendamiento de la totalidad de los tres predios de ese departamento. Se mantendrá un área de arroz para un tercero y por una última zafra, ya que había algunos compromisos asumidos.
- Con fecha 29 de julio de 2020, se suscribió contrato de arrendamiento a 4 años por el área principal de La Española (4.300 hás aproximadamente), y de esta manera el fideicomiso pasa a tener el 100% del área arrendada.

3. Información analizada

La nueva información analizada fue la siguiente:

- Información de carácter general y sectorial, de fuentes nacionales e internacionales, citadas en la realización de las Secciones IV y V, como notas al pie.
- Estados Contables Intermedios del Fiduciario al 30/06/2020
- Estados Contables Intermedios del Fideicomiso al 30/09/2020.
- Informes de Winterbotham Fiduciaria S.A. el último al segundo trimestre de 2020.
- Informes de actividades del operador, el último al segundo trimestre de 2020.

II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

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

1. Descripción general

Denominación: Fideicomiso Financiero Fondo de Tierras Uruguay

Fiduciario: Winterbotham Fiduciaria SA Administradora de Fondos de Inversión.

Operador administrador: Farm & Forestry Management Services SRL.

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

Entidad Representante: Bolsa Electrónica de Valores S. A.

Cotización bursátil: Bolsa Electrónica de Valores S. A.

Organizador: Farm & Forestry Management Services SRL

Títulos emitidos: Certificados de participación

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

Moneda: Dólares

Importe de la Emisión: USD 52.010.000

Fecha de la Emisión: 24 de abril de 2013

Plazo: 12 años

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

Calificación de Riesgo: BB.uy

Manual utilizado: Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros.

2. El análisis jurídico

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

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

3. Riesgos considerados

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

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

III. LA ADMINISTRACIÓN

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

1. La Fiduciaria

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

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

En esta oportunidad, la fiduciaria presenta EE.CC intermedios al 30/6/20⁴. De los mismos se extrae la información que se expone en los cuadros siguientes:

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

Concepto	30/06/2020	31/12/2019	31/12/2018
Activo	46.517	39.529	29.289
Activo Corriente	7.058	4.000	1.419
Activo no Corriente	39.459	35.528	27.870
Pasivo	29.748	26.020	17.949
Pasivo Corriente	3.412	2.788	1.420
Pasivo no Corriente	26.337	23.233	16.529
Patrimonio	16.768	13.508	11.340
Total Pasivo y Patrimonio	46.517	39.529	29.289
Razón Corriente	2,07	1,43	1,00

Fuente: EE.CC Winterbotham

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

Concepto	30/06/2020	30/06/2019	31/12/2019
Ingreso de actividades ordinarias	8.455	4.129	10.017
Gastos de Administración	(5.157)	(3.823)	(8.104)
Resultado Operativo	3.298	307	1.913
Resultados de inversiones y financiamiento	1.149	518	1.027
Resultados antes de Impuestos	4.448	824	2.940
Impuesto a la Renta	(1.188)	(384)	(772)
Resultado del Periodo	3.260	440	2.168

Fuente: EE.CC Wintherbotham

⁴ La firma Auren, en su informe de revisión destaca que ante la crisis sanitaria, la Dirección de la empresa expresa que, dada la solidez financiera de los clientes a los que presta servicio, el impacto que eventualmente podría provocar en sus estados financieros no es significativo. Auren, lo reconoce como un hecho relevante que no implica ajuste en dichos EECC al 30/6/20.

Su activo principal (no corriente) lo constituyen sus depósitos en garantías en el BCU de acuerdo a la normativa vigente. Si bien no generan intereses, en buena medida se encuentran depositadas en UI.

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

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

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

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

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

En esta ocasión, el último cierre presentado fue al 31/12/19; de la lectura del mismo nada permite suponer un cambio en dicha opinión.

3. El Fideicomiso

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

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

En el cuadro siguiente, se muestran los principales conceptos de la situación financiera del fideicomiso al 30/9/2020, es decir, un ejercicio de 9 meses y su comparativo con periodos anteriores. Se definió como moneda funcional al dólar aunque, por razones legales, se presentan en moneda nacional.

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

Concepto	30/06/2020	31/12/2019	31/12/2018
Activo	1.824.589	1.596.470	1.338.662
Activo Corriente	100.557	87.720	87.293
Activo no Corriente	1.724.033	1.508.751	1.251.369
Pasivo	49.598	9.283	7.484
Pasivo Corriente	7.868	9.284	7.484
Pasivo no Corriente	41.730	-	-
Patrimonio	1.774.991	1.587.186	1.331.178
Total Pasivo y Patrimonio	1.824.589	1.596.470	1.338.662
Razón Corriente	12,78	9,45	11,66

Fuente: EE.CC del Fideicomiso

Si se convierte el patrimonio contable al cierre del periodo informado (30/9/20) por el tipo de cambio de la fecha (\$ 42,575) se obtiene un valor de USD 41.7 millones, cifra inferior al valor de la emisión de USD 52 millones.

En cuanto al valor razonable de los campos, se mantiene el determinado por las tasaciones realizadas en ocasión del cierre al 31/12/19 ya que las mismas se realizan en forma anual.

En cuanto a los resultados del cierre intermedio al 30/9/20, se exponen en el cuadro siguiente.

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

Concepto	30/06/2020	30/06/2019	31/12/2019
Ingresos por actividades ordinarias	20.032	15.618	23.050
Costos asociados	(6.170)	(4.282)	(5.056)
Cambio en el valor razonable inversión			53.905
Resultado Operativo Bruto	13.863	11.336	71.900
Gastos de Administración y otros	(9.906)	(8.311)	(13.565)
Resultado Operativo	3.956	3.024	58.335
Ingresos financieros	401	1.431	1.837
Costos financieros	(86)	(53)	(70)
Resultados posición monetaria neta	293	(25)	(50)
Resultados antes IRAE	4.564	4.378	60.052
IRAE	(40.620)	(4.025)	(5.214)
Resultado del ejercicio	(36.056)	353	54.838
Ajuste por conversión	223.861	186.036	201.171
Resultado Integral del ejercicio	187.804	186.389	256.009

Fuente: EE.CC del Fideicomiso

Los resultados del periodo son positivos, muy similares a los del mismo periodo del año anterior.

4. Riesgos considerados:

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

Riesgo administración, Es notorio que al momento existen diversos problemas en el desempeño del fideicomiso, vinculados especialmente con la obtención de negocios de arrendamientos con las orientaciones previstas en las adquisiciones de los campos, lo que supone riesgo para la concreción de los objetivos del fideicomiso. *Riesgo bajo.*

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

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

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

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

1. Bienes fideicomitidos y aspectos descriptivos del proyecto

Según el contrato de Fideicomiso Financiero y el resumen recogido en el prospecto de emisión, el objeto principal del “Fideicomiso Financiero Fondo De Tierras Uruguay” será:

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

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

2. Gestión de los arrendamientos

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

Más allá de lo anterior, que puede o no ser compartible en cuanto a la cifra exacta, la dificultad en concretar arrendamientos arroja incertidumbre en la valorización esperada de los campos. El porcentaje de arrendamientos durante todo el año 2019, promedió un 44%, luego en el primer semestre de 2020 ese promedio fue del 60% y recién a partir de julio de 2020 la ocupación de los campos es del 100%. De esta forma, para el promedio del año 2020 la ocupación de los campos será finalmente del 80%.

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

Establecimiento	Area total	dic-19		jul-20	
		has	%	has	%
La Española	5.267	923	18%	5.267	100%
San Isidro	2.941	2.941	100%	2.941	100%
La Arrocería	921	921	100%	921	100%
San Juan	1.161	1.161	100%	1.161	100%
San Tomás	2.000	608	30%	2.000	100%
Quinta 28	394	394	100%	394	100%
El Ombú	182	182	100%	182	100%
Sopas	626	626	100%	626	100%
Total	13.492	7.755	57%	13.491	100%

Fuente: elaborado en base a los informes del Operador.

Las mayores dificultades para arrendar, se dieron en los predios de mayor tamaño y en los del norte del país (Artigas y Tacuarembó), representan más del 91% del área total. Luego de la definitiva salida de ALUR del potencial proyecto por el cual se compraron los campos de Artigas, sobre fines de 2017 se concretaron algunos contratos para realizar agricultura, lo que no prosperó y recién terminaron de arrendarse en este año 2020

En el año 2019 el *cap rate* respecto al valor de compra fue de 0,8%, valor por debajo de los años anteriores. Si se considera el *cap rate* sobre el valor de los campos en la última tasación (diciembre de 2019) el porcentaje aumenta a 1,1%, igualmente un valor menor al que debería esperarse razonablemente.

Para el 2020 aun no es posible tener una cifra aproximada, pero nada indica que pueda mejorar sustancialmente. En los primeros seis meses del año el operador informa que los ingresos reales con relación a lo presupuestado mostraron una disminución de un 79%, mientras que la disminución de los gastos fue del orden del 10%. Es importante destacar que se refiere a un criterio de caja, de esta forma no están consideradas las compensaciones de pago de rentas por inversiones realizadas, lo que aumentaría los ingresos.

La disminución de los ingresos se explica por el no pago de las rentas en San Juan y La Arrocería, ya que hay inversiones realizadas por el arrendatario para compensar contra la renta; por el no pago del saldo de renta del San Isidro y por la suspensión del pago de la renta de Quinta 28 como consecuencia del pedido de concordato. También se explica al atraso en la concreción de los arrendamientos de San Tomás y La Española.

Para el segundo semestre las previsiones de ingresos deberían mejorar y seguirían mejorando seguramente en 2021 al disponerse de la totalidad de la superficie arrendada.

Cuadro 6. Cap Rate por establecimiento según valor de compra

Establecimiento	2016	2017	2018	2019
La Española	1,60%	2,00%	1,70%	0,30%
San Isidro	1,90%	1,20%	0,60%	0,80%
La Arrocería	0,80%	0,70%	1,20%	1,70%
San Juan	0,50%	0,80%	0,80%	0,80%
San Tomás	3,70%	0,20%	0,70%	0,50%
Quinta 28	4,00%	5,30%	4,90%	1,00%
El Ombú	5,00%	2,60%	5,30%	4,10%
Sopas	4,00%	2,20%	2,20%	3,00%
Total	2,30%	1,40%	1,40%	0,80%

Fuente: En base al Operador y Comité de Vigilancia

La calificadora contrató en su momento un trabajo sobre la capacidad de uso de los suelos de los establecimientos del fideicomiso, y –en base a ello– estimó una línea de base mínima en materia de arrendamientos, que situaban el cap-rate esperable en 3.15% coincidente con el promedio nacional (el promedio nacional de los últimos 5 años se ubica en 3,2%). Por otra parte, el Comité de Vigilancia plantea para su evaluación de la marcha del fideicomiso, un “cap-rate mínimo”, de 2.5%. El valor obtenido respecto al valor de compra hasta el momento resulta insuficiente en la comparación con las dos referencias definidas oportunamente; también resulta insuficiente el cap-rate respecto del valor de mercado actual de los campos.

Los últimos informes de DIEA sobre precios de arrendamientos y precios de la tierra (año 2020), muestran una recuperación en los precios de la tierra y una caída en los arrendamientos con relación al año anterior (+4,9% y -9,3% respectivamente). El valor medio de los arrendamientos se estima en 97 dólares/ha mientras que el valor medio de la tierra es 3.505 dólares/ha, lo que determina un *cap rate* a nivel nacional de 2,8%.

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

La ausencia y tardanza en la concreción de arrendamientos en algunos campos, generó problemas no solamente por la no obtención de rentas y por lo tanto de ingresos operativos para el fideicomiso, sino que en alguna medida también afecta el valor actual de los campos y también el valor futuro de los mismos, ya que al momento de ser vendidos podrían no parecer atractivos al no haber generado evidencias de demanda por su explotación. Ahora se han puesto en arrendamiento todos los predios y los nuevos arrendatarios están realizando inversiones en mejoras -a cuenta de sus rentas-, eso puede mejorar el valor de los campos, lo que se podrá o no confirmar en las próximas tasaciones que se realizarán a fin de año.

3. El precio de compra y valoración actual.

La última tasación de los campos fue realizada a diciembre de 2019, por el mismo tasador que en 2018 (TASAR). El valor de la hectárea promedio del fideicomiso tuvo un aumento de un 1,7%, y se mantiene un 16,5% por debajo del valor de compra.

Si se analiza la situación particular de cada uno de los campos del portafolio con la información a diciembre de 2019, se observa que el comportamiento no ha sido el mismo en todos los casos, algunos han bajado mucho más que otros, incluso alguno ha mejorado su valor de tasación, en un mercado que en general ha sido también a la baja⁵. En el siguiente cuadro se presenta la relación de los precios de la última tasación y el valor de compra, para cada uno de los campos, para el promedio ponderado y también la misma variación para el promedio nacional de acuerdo a la información que publica DIEA.

Cuadro 7. Valor de los campos a diciembre de 2019 respecto de su valor de Compra

Establecimiento	Variación
La Española - Tacuarembó	-8,4%
San Juan - Artigas	-9,6%
San Isidro - Lavalleja	-21,4%
La Arrocería - Artigas	-36,1%
San Tomás - Artigas	-28,8%
Quinta 28 - Paysandú	14,7%
El Ombú - Canelones	22,2%
Sopas - Salto	-5,9%
PROMEDIO FIDEICOMISO	-16,5%
Promedio DIEA (2020/2014)	-10,9%

Fuente: CARE.

Puede observarse que hay tres predios cuyas pérdidas de valor son muy superiores a lo ocurrido para el promedio del país, y ello coincide en gran medida con aquellos establecimientos que han mostrado mayores dificultades para arrendarse. Tres predios pierden menos valor que el promedio del país y finalmente dos predios que han aumentado de valor en dólares corrientes. Cabe acotar que los predios que han aumentado de precio de mercado son los más chicos, apenas representan el 4% de la superficie total.

Considerando el promedio ponderado de los campos la caída del precio fue de 16,5%, frente al casi 11% de caída para el promedio nacional.

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

- **Tasas de valorización de la tierra**

Tasa de valorización necesaria para alcanzar el valor esperado de la tierra según el Prospecto.

Según el Prospecto de emisión, la tasa de valorización de la tierra necesaria para alcanzar la TIR esperada debía ser del 7% anual durante los 12 años de vigencia del fideicomiso.

Con los valores de la tasación de fines de 2019 CARE estimó cuál debería ser la tasa anual de valorización necesaria de cada uno de los campos hasta la finalización del fideicomiso para así alcanzar la TIR esperada del proyecto.

Se realizaron dos estimaciones, una suponiendo que el Fideicomiso termina dentro de 5 años o sea en su plazo original y otra suponiendo que el plazo se

⁵. Como bien se detalla en la Sección V, los campos en el Uruguay perdieron valor entre 2014 y 2020.

extiende 3 años más, lo que está previsto en el contrato. Es decir, partiendo del valor establecido por la tasación en 2019, se estimaron cuáles deberían ser las tasas de valorización anual necesarias para alcanzar los resultados previstos en el proyecto original (implicaba que hubieran aumentado de valor a un 7% anual en el período de 12 años).

Esta misma estimación se había realizado para los valores del año 2016, 2017 y 2018, y los resultados vienen siendo cada vez más difíciles de alcanzar en cada nueva estimación, ya que pasan los años y el patrimonio del Fideicomiso no aumenta a las tasas requeridas y se acortan los plazos.

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

Establecimiento	en 5 años	en 8 años
La Española - Tacuarembó	19,7%	14,8%
San Juan - Artigas	20,0%	15,0%
San Isidro - Lavalleja	23,4%	17,0%
La Arrocería - Artigas	28,6%	20,1%
San Tomás - Artigas	25,9%	18,4%
Quinta 28 - Paysandú	14,4%	11,6%
El Ombú - Canelones	13,0%	10,7%
Sopas - Salto	19,1%	14,4%
PROMEDIO	21,9%	16,1%

Fuente: CARE.

Para el período de 5 años (plazo original del fideicomiso), las tasas de valorización anual del precio de la tierra necesarias para alcanzar los resultados originales serían prácticamente imposibles de obtener, ya que serían superiores a las variaciones de precios que se dieron entre 2005-2014, y nada hace prever que ello pueda ocurrir en el corto plazo. Considerando el promedio ponderado de los campos, la hectárea media debería aumentar casi un 22% acumulativo anual durante 5 años.

Si el período se ampliara 3 años más, la tasa de crecimiento anual igualmente resulta muy elevada, ya que es un 85% más alta que el promedio histórico para períodos de 10 años. Para todos los campos se requerirían tasas de crecimiento de los valores que si bien en algunos casos no son desconocidas para intervalos de 10 años, no hay elementos para atribuir hoy probabilidades de que se verifiquen en el mediano plazo tasas de entre 10 y 20% de crecimiento anual y por un lapso de 8 años. Los casos más complejos serían los establecimientos que más han perdido valor. Considerando el promedio ponderado de los campos, la hectárea media debería aumentar en un 16,1% acumulativo anual.

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

Se estimó también cuál debería ser la tasa de valorización anual de los campos que hoy están tasados en valores más bajos que cuando se compraron, para que al finalizar el fideicomiso el valor sea al menos igual al valor de compra, y de esa forma se recupere al menos el capital invertido en los campos. Dicho cálculo también se realizó para 5 y 8 años de plazo y para el caso de la hectárea promedio del fideicomiso.

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

Establecimiento	en 5 años	en 8 años
La Española - Tacuarembó	1,8%	1,1%
San Juan - Artigas	2,0%	1,3%
San Isidro - Lavalleja	4,9%	3,1%
La Arrocería - Artigas	9,4%	5,8%
San Tomás - Artigas	7,0%	4,3%
Sopas - Salto	1,2%	0,8%
PROMEDIO (incluye todos los campos)	3,7%	2,3%

Fuente: CARE.

En general en este caso las tasas de valorización estimadas parecen más razonables y por lo tanto la posibilidad de recuperación del valor de compra sí parecería probable, atendiendo a las valorizaciones históricas; pero siempre y cuando esos campos logren arrendarse y entren en producción. El valor de los campos en conjunto debería aumentar un 3,7% anual en 5 años o un 2,3% anual en 8 años para recuperar el valor de compra. Individualmente en algunos predios puede que no logre recuperar el valor de la inversión (La Arrocería y San Tomás); no obstante lo que interesa es el comportamiento del conjunto.

Tasa de valorización de la tierra necesaria para recuperar el valor de la emisión

La emisión fue de USD 52.010.000 y se destinaron 48.193.424 para la adquisición de los campos. Al 31 de diciembre de 2019 el valor de todos los predios según la última tasación es de USD 42.259.032, por lo tanto para recuperar el valor de la emisión, el valor de los campos debería aumentar en un 5,3% anual si se consideran 5 años o en un 3,3% anual si el plazo se extendiera (8 años).

- **Tasas Internas de retorno esperadas**

La última actualización del modelo se realizó en 2017 y se estimaron las TIR's que se alcanzarían según diferentes tasas de valorización del precio de la tierra y según diferentes criterios en materia de ingresos por arrendamientos: por un lado se consideraron los estimados oportunamente por el operador y por otro, disminuyéndolos a un 75% y a un 50% a partir de 2018. En esta oportunidad no se actualizó este análisis, pero se estima que muy probablemente los resultados serían aún más bajos ya que han transcurrido dos años y los precios de los campos no han comenzado a recuperarse al ritmo que se requiere y recién en 2020 se completó la superficie de arrendamiento.

Los resultados se presentan en el cuadro siguiente.

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

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

Fuente: CARE

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

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

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

- **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 ocurridos en los últimos tiempos, CARE actualizó 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 Damodaran⁶ 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 mercado⁷.

rf: tasa libre de riesgo (Treasury Bonds USA)

⁶ A. Damodaran, "Estimating Equity Risk Premiums" Stern School of Business.

⁷ Se consideraron los betas promedio de empresas de producción primaria de bienes agrícolas en mercados emergentes según A. Damodaram

$E (R_m) - R_f$: 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 variable⁸ 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)

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 cero⁹. 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 consideran 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 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 0,50, 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 plazo¹⁰. 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.

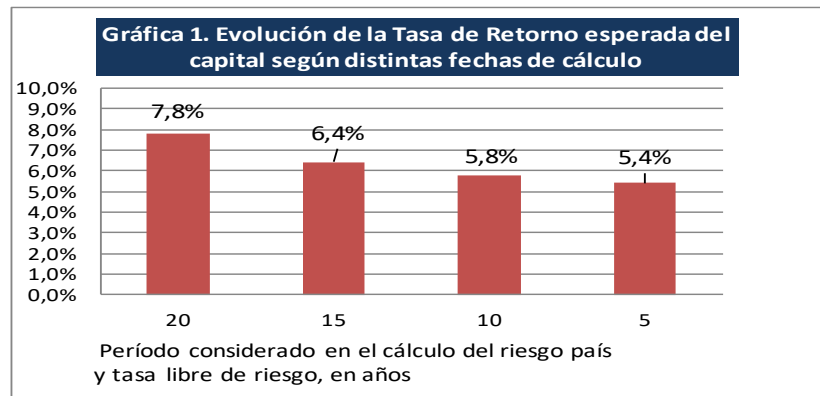
Aplicando estos valores se llega a una tasa de retorno esperada para el capital propio del 5,42%. Este valor resulta superior a la mayor parte de las TIR's esperadas por el proyecto, lo que estaría indicando que la misma no sería atractiva si el proyecto empezara ahora. Si bien estas comparaciones coyunturales no pueden tomarse en sentido estricto, constituyen una referencia que – entre otras- ayuda a conformar un juicio sobre el desempeño general.

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 años.

⁸. Equity Risk Premium del S&P 500

⁹. 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%.

¹⁰. 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.



Riesgos considerados:

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

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

V. EL ENTORNO

El análisis de entorno refiere a la evaluación de factores futuros que pueden afectar la generación de los flujos propuestos, pero que derivan de circunstancias ajenas a la empresa y refieren al marco general. Tienen que ver con la evolución esperada de los mercados interno o internacional de insumos, productos, bienes, así como con el análisis de políticas públicas capaces de incidir directamente en el cumplimiento de los objetivos planteados. Por políticas públicas se entiende, no solo las domésticas sino las de los países con los que existe comercio.

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.

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, 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.

5.2 Sobre el precio de los productos agrícolas.

La trayectoria esperada de los precios de los productos agrícolas afecta de forma relevante la renta que se paga por la tierra y por ende, el resultado de la inversión. 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:

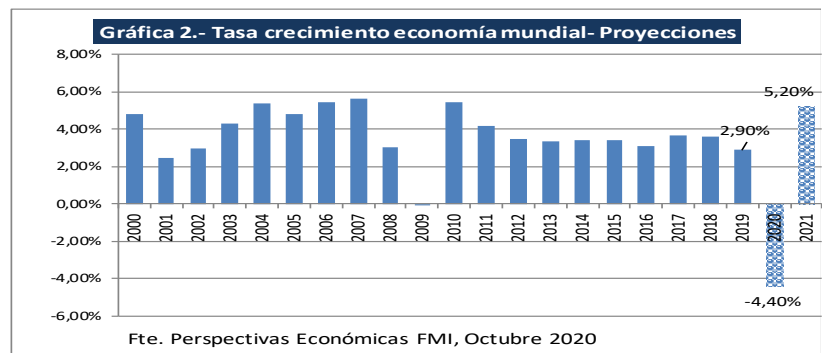
- (a) el sostenido crecimiento de la demanda y el comercio de granos a nivel mundial explicado en gran medida por el aumento de los ingresos per cápita de China,
- (b) una mayor apertura y desregulación de los mercados globales
- (c) el desarrollo y la promoción de los biocombustibles que al masificarse,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

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 describe¹¹.

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 proyecciones 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%.



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.

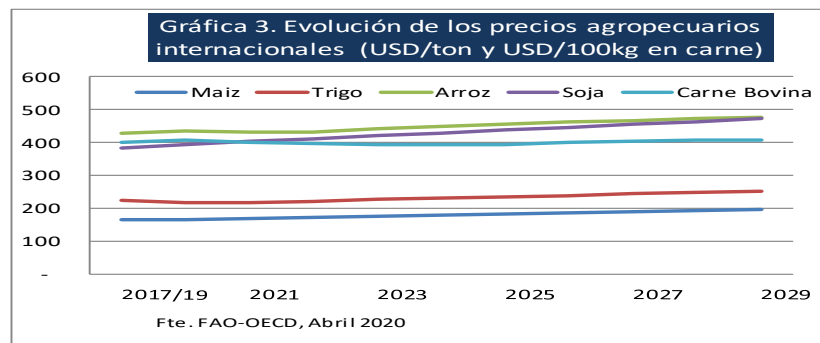
Los informes sobre las perspectivas de la economía mundial del FMI, establecen que estas proyecciones de base se fundamentan en presunciones muy críticas sobre las secuelas que dejará la pandemia. Las medidas que se han venido tomando, y que se vienen dilatando en el tiempo, relativas a los confinamientos, 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 USDA¹² 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.

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).

¹². Idem 6.



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 11. 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.

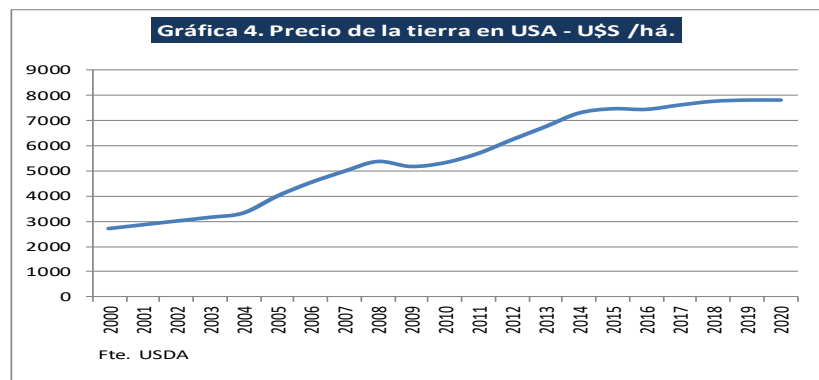
La política monetaria de los Estados Unidos de América podría tener también una incidencia en el valor nominal de las materias primas, ya que de mantenerse o profundizarse la debilidad del dólar los precios podrían también aumentar. Por este motivo, las elecciones en los EEUU generan también un importante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

5.3 El precio de la tierra

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

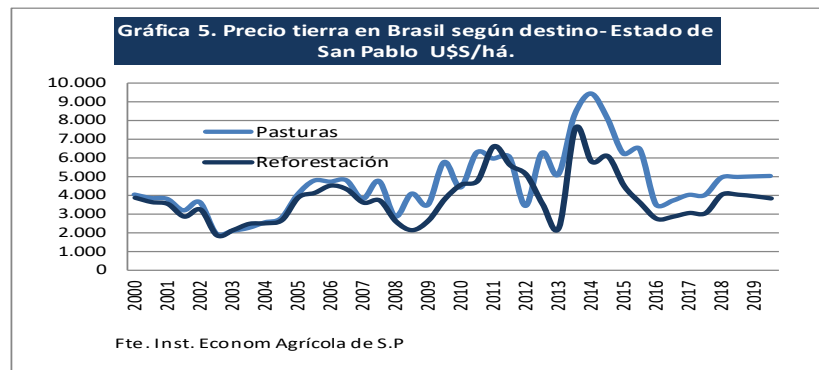
Las perspectivas de demanda internacional por tierra son alentadoras y ubican los precios en niveles crecientes para el corto y mediano plazo, pero a tasas más moderadas que en el pasado. En este caso se actualiza el comportamiento de los precios en diferentes países considerados de importancia

En lo que respecta, en particular al precio de la tierra en Estados Unidos, en lo que va del siglo XXI se observa una continua fase ascendente, con alguna excepción (2009 y 2015) en donde se verificaron mínimas reducciones, pero que no modifican la tendencia. El precio en Estados Unidos cayó únicamente en los primeros años de la década del ochenta ante el cambio de la política monetaria denominado "Plan Volker" y en menor medida, después de la crisis financiera de Lehman Brothers, y en forma muy moderada. Cualquiera de los dos shocks negativos en el nivel de precios, fueron revertidos en pocos años. En 2018 los precios de la tierra (promedio) aumentaron un 2%, 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.



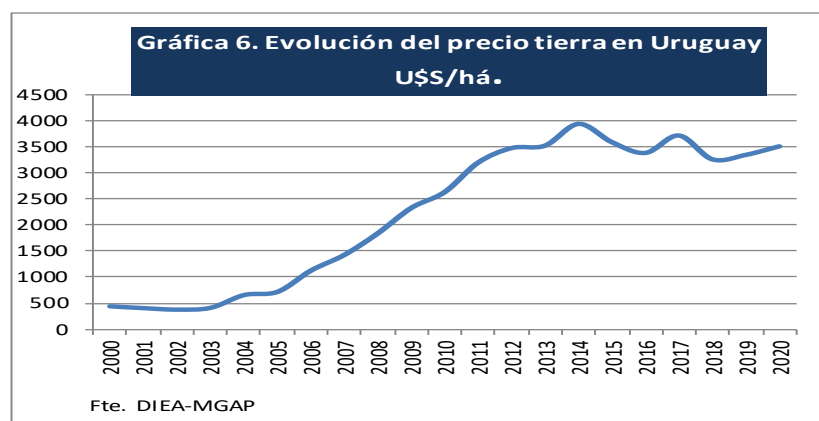
El comportamiento del precio de la tierra en Brasil, está afectado, además por los factores descritos oportunamente para la tierra en general, por el efecto del tipo de cambio, en la medida que en ese país, la cotización del recurso se realiza en moneda nacional. Por ello, las fluctuaciones son amplificadas 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 2020¹³ el precio promedio de la hectárea media del país estaría mostrando una recuperación de un 5%.



¹³. "Precio de la Tierra" Compraventas Primer Semestre de 2020, publicado en setiembre de 2020.

¹⁴. SERAGRO, Agroclaro y operadores privados

¹⁵. B. Lanfranco y G. Sapriza (Serie Técnica N° 187 de INIA, "El índice CONEAT como medida de productividad y valor de la tierra" 2011)

Existen otras fuentes de información realizadas por consultoras y operadores del mercado¹⁴, 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 comprobada¹⁵ 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.

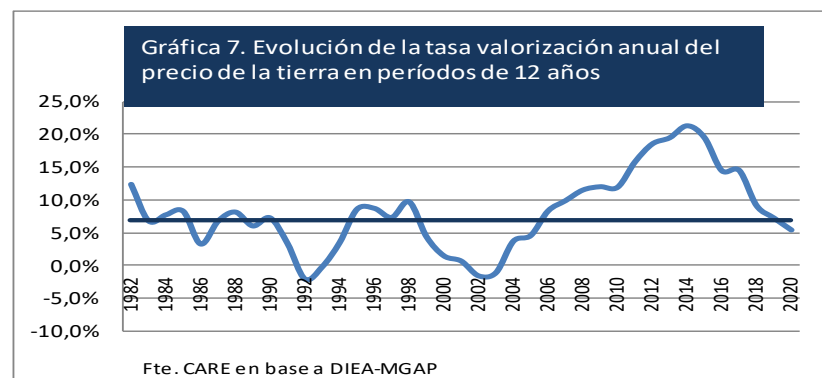
Realizando estas correcciones a la información disponible se obtienen series de precios que también muestran un comportamiento muy similar al obtenido por DIEA: un aumento sostenido y muy importante hasta el año 2014 y luego un descenso continuo hasta el presente. Con la diferencia de que ubican el precio 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 (78%) por lo que lo que finalmente ocurra con su comportamiento tendrá una contribución sustancial con el retorno final de la inversión. El modelo financiero supuso una valorización acumulativa anual de un 7% (en dólares corrientes) durante 12 años, por lo que resulta importante conocer que ha sucedido en el pasado como forma de tener una cierta aproximación con lo que pueda ocurrir en el futuro.

Para ello CARE analizó con la información de los precios de la tierra (en dólares corrientes) de una serie de 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 14 años (un 36%) en donde el aumento acumulativo anual en periodos de 12 años es menor al 7%.

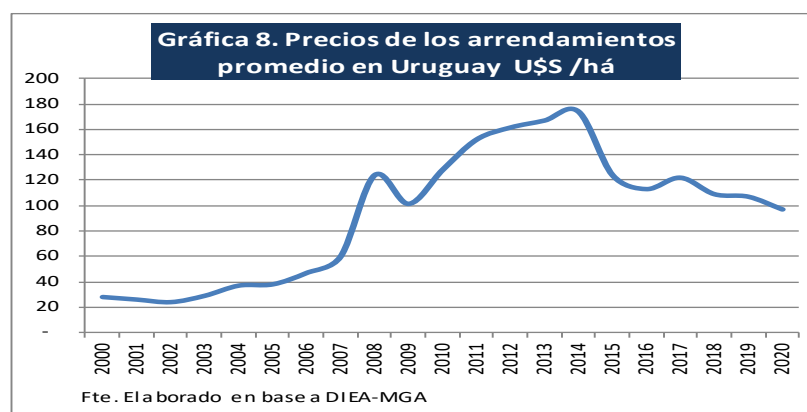
Importa destacar, que esta serie de precios de la tierra es un promedio nacional y por lo tanto no considera cambios en el valor de la misma por cambio de destino en el uso de la tierra, la realización de infraestructura, mejoras productivas, etc. Por otra parte, como ya se informara el Contrato de Fideicomiso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



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.

5.4 El precio de 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 una importante caída hasta el 2016, se recupera levemente en el 2017 y vuelve a caer a partir de 2018.

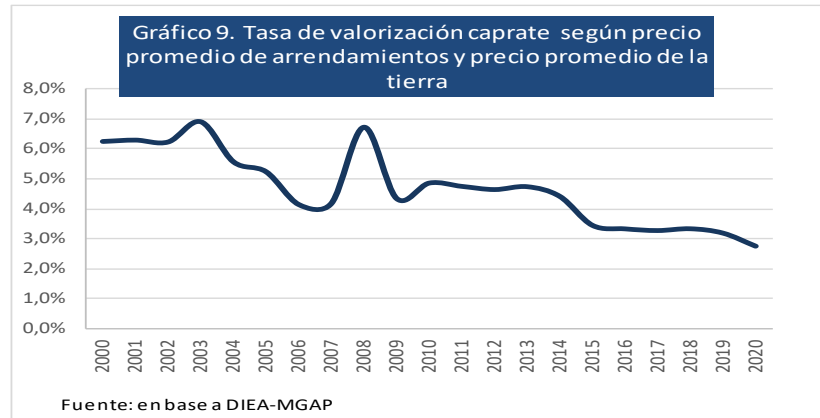


Cuadro 12. Precio promedio de arrendamientos

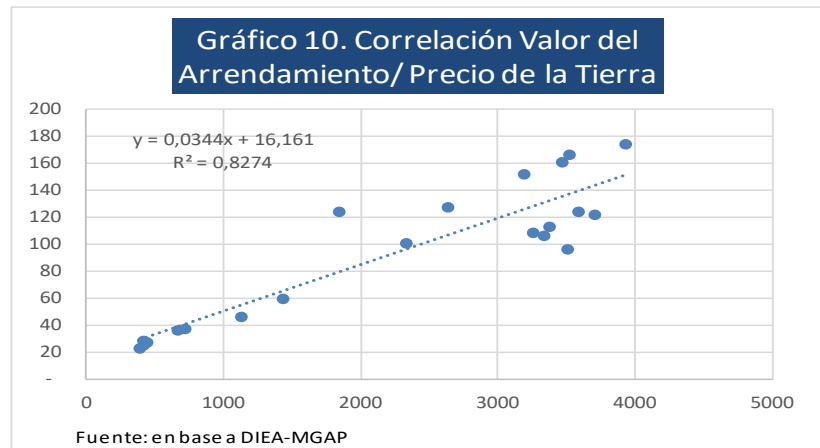
Año	Renta (USD/ha)	Indice base 2011=100
2010	128	84%
2011	152	100%
2012	162	106%
2013	167	110%
2014	174	114%
2015	124	82%
2016	113	74%
2017	122	80%
2018	109	72%
2019	107	70%
2020 (1er semestre)	97	64%

Fuente: DIEA-MGAP

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



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



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

Cuadro 13.- Coeficientes de Correlación

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

Fuente: CARE

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

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 la apreciación que ha tenido el dólar en Uruguay y en la región, puede ocurrir que momentáneamente esa asociación entre los precios se pueda desarbitrar.

5.5 Las políticas públicas, el riesgo político

El riesgo de políticas públicas refiere a la amenaza, de parte del Estado, de actuar contra las modalidades de propiedad y explotación que propone el fideicomiso. En este sentido, no surgen elementos que puedan hacer suponer que el gobierno actual 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 la administradora, los activos subyacentes y el flujo de fondos, y el entorno). Dispuestos en una matriz, los indicadores de cada factor en cada área de riesgo, van generando puntajes a juicio del comité calificador que van conformando el puntaje final. Éste se corresponde con una nota de acuerdo al manual de calificación. En la matriz de calificación, las áreas se dividen en factores, y estos en indicadores.

En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos y cuantitativos - tanto los presentados por el estructurador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité de calificación de CARE entiende que los títulos recogen la calificación BB (uy)¹⁶ de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado especulativo.

Comité de Calificación



Ing. Julio Pieve



Sr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrian Tambler

¹⁶ **BB (uy)** Se trata de instrumentos que presentan actualmente un riesgo algo mayor para la inversión que la categoría anterior, por dificultades probables en el desempeño capaces de afectar en grado mínimo la capacidad de pago, que sigue siendo adecuada. Alternativamente pueden surgir ligeras dudas en la capacidad de la administradora. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, y las características del entorno, satisfacen en conjunto aceptablemente los análisis practicados, sin perjuicio de debilidades en cualquiera de las cuatro áreas de riesgo. Se incrementa hasta un nivel medio el riesgo del instrumento ante eventuales cambios desfavorables previsibles en los activos o sus flujos, en los sectores económicos involucrados, o en la economía en su conjunto. La probabilidad de cambios desfavorables previsibles en el entorno es de media baja a media, y compatible con la capacidad de la administradora de manejarlos aunque incrementando el riesgo. **Grado especulativo medio.**