

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

Montevideo, abril de 2020

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

Actualización de la Calificación de Riesgo del “Fideicomiso Financiero Campos Sustentables”.
27 - abril - 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 (extensible a 15)
Fecha de primer integración:	18 de setiembre de 2015
Administrador:	OKARA Ltda.
Distribuciones:	Anuales, siempre que existan Fondos Netos Distribuibles.
Activos del Fideicomiso:	Inmuebles rurales, contratos de arrendamiento, entre otros.
Calificación de Riesgo:	BBB (uy)
Manual:	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros.
Vigencia de la calificación:	noviembre de 2020 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 estándares de eficiencia evaluados en la calificación original. Por su parte, el desempeño del fideicomiso hasta la fecha es acorde a lo esperado.
- 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%. En esta oportunidad se recalculó la tasa interna de retorno suponiendo un menor aumento del precio de la tierra y partiendo del precio actual y la TIR se mantiene positiva (3,1%), véase ver sección IV.
- Ya ha culminado el proceso de compra de los campos, 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 no fue posible conseguir nuevos arrendamientos a valores acordes con lo esperado hasta ahora. En ese marco, surge la posibilidad de que se realice la explotación de al menos unas 2.700 hectáreas de ese campo por una empresa vinculada al operador, lo que implicaría una explotación excepcional, prevista en el contrato, pero que requiere de autorizaciones especiales de los inversores y del comité de vigilancia. Este último aprueba la posibilidad de esta explotación excepcional y la Asamblea de Titulares se espera que se expida en breve.
- 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.
- El producido por los arrendamientos, considerando los devengados en el año 2019 (enero-diciembre) con relación al valor de compra fue de 3,06%, porcentaje que se encuentra por debajo de las proyecciones esperadas por el Operador para ese año (3,63%). Esta diferencia se explica en gran medida porque buena parte de uno de los predios quedó sin

arrendarse sobre el tercer y cuarto trimestre del año. Los ingresos reales fueron mayores como consecuencia de que se logró cobrar buena parte de los arrendamientos atrasados del año anterior.

- Las proyecciones iniciales para 2020 suponen que se devengarían arrendamientos por un total de 1,41 millones de dólares que implicarían un 3,06% de caprate respecto de la inversión inicial, que es muy similar a las consideradas en la última proyección financiera realizada (3,2%). Esta estimación se hizo sobre la base de que el predio que quedó sin arrendatarios se ocupara en los primeros meses del año, cosa que no ocurrió aun. En tal sentido es probable que este año no se pueda cumplir esa proyección.
- El ingreso por arrendamientos –con ocupación plena- estaría apenas por debajo de lo considerado en la última estimación de la TIR (caprate del 3,2%), pero la evolución del precio de la tierra no es el esperado en esa proyección (8%). De esta forma, CARE estima que difícilmente se logre una TIR del 6%, siendo más probable que se ubique en el entono del 3,1%.
- La última tasación de los campos se realizó a diciembre de 2019. En esta 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 alimenticios, se espera para el mediano plazo un mantenimiento de la actual situación de precios deprimidos, con la excepción del arroz, que luego de muchos años ha comenzado a recuperarse. Luego de varios años de condiciones de mercado relativamente tranquilas, los mercados agrícolas mundiales enfrenten riesgos crecientes, derivados de algunos conflictos comerciales (EEUU-China), sumado a una desaceleración de varios países demandantes, altos stocks y una producción que crece por encima de la lo que aumenta la demanda. De esta forma, los analistas coinciden en que para el mediano plazo cabría esperar disminución de los precios reales de los alimentos, aunque podrían crecer en términos nominales. Del mismo modo, en diciembre 2019 se informó sobre la aparición de una nueva cepa de coronavirus (COVID-19). Dicho virus se ha propagado en nuestra región, afectando notoriamente la actividad económica. A la fecha de redacción de este informe no es posible estimar el impacto que estos hechos tendrían. No obstante se parte de la base de que la crisis derivada del coronavirus se resolvería en algunos meses y luego los mercados volverían razonablemente a la normalidad.
- El mercado de tierra agrícola, si bien está afectado por coyunturas de oferta y demanda de corto plazo así como de decisiones nacionales e internacionales de políticas que afecten el tipo de cambio real, para el largo plazo presenta tendencias de incremento en sus precios, aunque a tasas menores a las de años anteriores.
- No se advierten amenazas en lo que respecta a las políticas públicas. Tampoco debería esperarse que el cambio de administración genere tensiones en esta construcción financiera.

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 noviembre de 2020. 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
- 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”. La agricultura por ambientes ya permite obtener resultados positivos, ya que los campos agrícolas se fertilizan de acuerdo a sus necesidades y se observa menor variabilidad por los ajustes en la fertilización.
- 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. Como ya fuera comentado, dos contratos de uno de los predios no fueron renovados y se está en la búsqueda de nuevos arrendatarios que cumplan con los requisitos que impone el Operador.

II. Hechos salientes del período

- Para el año civil 2019, los ingresos efectivamente cobrados por arrendamientos superaron a lo devengado, ya que en 2018 había quedado un saldo importante de arrendamientos que no se pudieron cobrar como consecuencia de los magros rendimientos de la cosecha de soja de 17/18 que sufrió fuertemente por la sequía que afectó a todos los cultivos de verano.

Cuadro 2. Ingresos por arrendamientos en el año 2019- en USD

Establecimiento	Precio de Compra	Ingresos Devengados Arrendamientos	Ingreso por ha/ precio compra	Ingresos Reales Arrendamiento
Predio 1	3.453	582.245	2,42%	636.626
Predio 2	5.500	208.007	5,19%	270.345
Predio 3	3.944	329.514	4,19%	403.304
Predio 4	3.400	149.880	3,53%	149.880
Predio 5	6.400	145.164	2,37%	211.046
Total		1.414.810	3,17%	1.671.201

Fuente: Okara Ltda

- Luego de haber estado arrendados todos los campos propiedad del FFCS, sobre mediados del segundo semestre de 2019 buena parte del predio de mayor área (6.939 hás en total), quedó sin arrendatarios. Existe la posibilidad de que una empresa vinculada al operador explote en principio el área agrícola de este campo (Bloque sur: 2.669 has), o aun su totalidad, lo que requiere de autorizaciones especiales; esto está previsto en el contrato de fideicomiso que lo define como una "explotación excepcional". El monto ofrecido no es el esperado, pero según el comité de vigilancia es acorde a la realidad actual, es de pago adelantado y por lo tanto de bajo riesgo (por ahora del Bloque sur).
- El Comité de Vigilancia no plantea objeciones o cuestionamientos a lo actuado y ha destacado la calidad de la gobernanza del proyecto.

3. Información analizada

La información analizada en esta ocasión fue la siguiente:

- Informes trimestrales del operador, el último a diciembre de 2019.
- Información del Comité de Vigilancia Nos 18 y 19.
- Informes de seguimiento de los establecimientos.
- Entrevistas con el personal superior de OKARA.
- Estados Contables del Fiduciario al 31 de diciembre de 2019
- Estados Contables del Fideicomiso al 31 de diciembre de 2019.
- Estados Contables del Operador al 31 de diciembre de 2018².

². CARE dispuso de información preliminar al 31/12/2019

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.

Organizador: Bado, Kuster, Zerbino & Rachetti (asesor legal)

Asesor Fiscal: Echevarría Petit & Asociados

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 al 31 de diciembre de 2019 y su comparativo con ejercicios anteriores.

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

Concepto	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017
Activo	32.898	32.344	27.250
Activo Corriente	1.460	3.940	1.298
Activo no Corriente	31.438	28.404	25.952
Pasivo	18.761	22.159	19.632
Pasivo Corriente	317	1.595	1.393
Pasivo no Corriente	18.444	20.564	18.239
Patrimonio	14.137	10.185	7.617
Pasivo y Patrimonio	32.898	32.344	27.250
Razón Corriente	4,61	2,47	0,93

Fuente: EE.CC TRUST

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

Concepto	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2018
Ingresos Operativos Netos	6.285	7.503	7.503
Ingresos Diversos	142	535	535
Ingresos Financieros	4.544	2.620	2.620
Total Ganancias	10.971	10.659	10.659
Gastos de Administración	(8.003)	(5.406)	(5.406)
Gastos financieros	(3.428)	(2.686)	(2.686)
Total Egresos	(11.431)	(8.092)	(8.092)
Resultado del Ejercicio	(459)	2.567	2.567
Ajuste integral (ejercicio anterior)	-	-	-
Resultado Integral del Período	(459)	2.567	2.567

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 \$ 6.220.000. En agosto de 2019 los accionistas resolvieron capitalizar \$ 4.425.151; \$ 13.276 provenientes de reservas especiales y \$ 4.411.875 de pasivos.

TRUST AFISA comenzó a operar efectivamente como fiduciaria a partir del ejercicio 2013 con la administración del fideicomiso financiero "Torres Nuevaocentro"; 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 31/12/18.

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, al 31 de diciembre de 2019.

Cuadro 5: Estado de Situación Fideicomiso (miles de \$)			
Concepto	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017
Activo	1.773.485	1.534.064	1.452.145
Activo Corriente	142.975	112.789	89.278
Activo no Corriente	1.630.510	1.421.276	1.362.867
Pasivo	5.185	7.730	10.044
Pasivo Corriente	5.185	7.730	10.044
Pasivo no Corriente	-	-	-
Patrimonio	1.768.300	1.526.334	1.442.100
Pasivo y Patrimonio	1.773.485	1.534.064	1.452.144
Razón Corriente	27,57	14,59	8,89

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 (31/12/19) fue de \$ 37,308 por lo que si se convierte el monto de patrimonio contable a esa fecha da un monto de USD 47.4 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. En el presente año no se han actualizado los valores a las tasaciones; ya que el criterio utilizado es comparar el valor contable con el promedio de las dos tasaciones solicitadas, utilizando el menor de ellos.

Cabe acotar que los valores de tasación de los campos realizados por dos empresas especializadas, arrojan algunas diferencias entre si. Ante eso, el valor contable utilizado resultó ser USD 5.2 millones menor al valor de tasación que CARE juzgó como el que mejor refleja la realidad. La diferencia no es para nada menor pero, en todo caso se ha utilizado un criterio conservador que nos lleva a suponer que subestima el valor del patrimonio contable.

Cuadro 6: Estado de Resultados Fideicomiso (miles \$)			
Concepto	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017
Ganancias	55.342	45.230	36.598
Ingresos Operativos	52.392	44.127	36.198
Resultados Diversos	230	457	250
Resultados Financieros	2.720	646	150
Pérdidas	(45.474)	(36.303)	(22.874)
Gastos directos de prestación	(8.898)	(7.877)	(5.221)
Gastos de administración	(19.960)	(14.202)	(10.271)
Gastos generales	(16.462)	(14.099)	(7.381)
Gastos Financieros	(153)	(124)	-
Resultado del periodo	9.869	8.927	13.724
Ajustes Integrales	232.097	75.307	(54.397)
Resultado Integral del periodo	241.966	84.234	(40.673)

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Los ingresos operativos devengados correspondientes al ejercicio 2019 fueron, en moneda nacional, un 18,73 % superiores a los del mismo periodo del año anterior; aunque no todo se ha cobrado; al cierre existía un saldo de arrendamientos a cobrar superior a USD 200 mil, incluyendo una pequeña partida de intereses por atrasos; cifra sustancialmente menor a la existente al cierre del primer semestre, que era del orden de los USD 700 mil, por lo que puede decirse que la gestión de cobranzas fue efectiva. En general existen garantías por los arrendamientos y al 31/12/19 se realizó una previsión por incobrables equivalente al 2 % del saldo deudor a esa fecha. De todas formas, es de hacer notar la posición de liquidez que mantiene el Fideicomiso que lo pone a resguardo de una eventual situación adversa motivada por dificultades en los cobros de arrendamientos.

El resultado integral al cierre corresponde al resultado de conversión de activos y pasivos a la moneda de presentación.

En definitiva 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 aparcero, 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 ganadero 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 38% entre 2013 y 2019. (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	84	585.176	3.453	2,44%
Predio 2	728	268	195.402	5.500	4,88%
Predio 3	1.992	164	327.170	3.944	4,16%
Predio 4	1.249	120	149.880	3.400	3,53%
Predio 5	955	157	149.940	6.400	2,45%
Total	11.863	119	1.407.568	3.892	3,05%

Fuente: Informe del Operador

Para este año 2020 el operador espera un nivel de ingresos muy similar al del año 2019. Esta proyección se realizó sobre la base de que el Predio 1 lograra arrendarse en su totalidad en los primeros meses del año, cosa que aún no ha ocurrido. Esto requiere una rápida solución ya que en la situación actual poco más de la mitad de las tierras del Fideicomiso estarían sin arrendatario y de mantenerse en el largo plazo esta situación comenzaría a erosionarse la rentabilidad esperada del proyecto. 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 sería del 3,05% para todos los campos, frente al 4,2% esperado en el proyecto original. Ese valor esperado es levemente menor al estimado en el ajuste del modelo financiero realizado en el año 2018, que incorporó información de precios en línea con los niveles actuales.

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	3,2%
Renta a devengar 2020	1.407.568	119	3,0%

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 proyecto planteado en 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 relativamente 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 8,3% 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 7,6%; 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 levemente 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 Mundial³, 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 muy 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

³ OCDE FAO. Perspectivas agrícolas 2019 – 2028, USDA Agricultural projections to 2028 (febrero 2020) y World Bank Commodity Markets Outlook (abril de 2020 con proyecciones a 2030).

Para CARE, una evolución razonable en el valor de los inmuebles rurales debería ubicarse en el entorno de un 3 a 4 % anual, considerando la depreciación del dólar más un plus por concepto de mejoras en la productividad. Partiendo del valor actual de los inmuebles y si se diera un aumento anual promedio de 4% en los próximos 9 años, implicaría que durante los 12 años del fideicomiso el aumento promedio del precio de la tierra sería del 2,9%. En ese caso la TIR del inversor sería del 3,1%, 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 del capital y Valor Presente Neto del Proyecto

Con el objetivo de testear algunos cambios en las tasas de interés internacionales y en el riesgo país ocurridas en el último año, 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 Damodaran⁴ 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 mercado⁵.

r_f: tasa libre de riesgo (Treasury Bonds USA)

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 variable y la tasa libre de riesgo)

Er_p: Prima por riesgo específico a la compañía o proyecto evaluado. (se considera en este caso el riesgo país de Uruguay).

⁴. A. Damodaran, "Estimating Equity Risk Premiums" Stern School of Business.

⁵. Se consideraron los betas promedio de empresas de producción primaria de bienes agrícolas en mercados emergentes según A. Damodaram

⁶. En febrero de 2020 se ubicaba en 1,53% y en marzo en el entorno del 0% como consecuencia de los problemas derivados de la coyuntura internacional.

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 2,34%, y actualmente en valores más bajos⁶. 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.

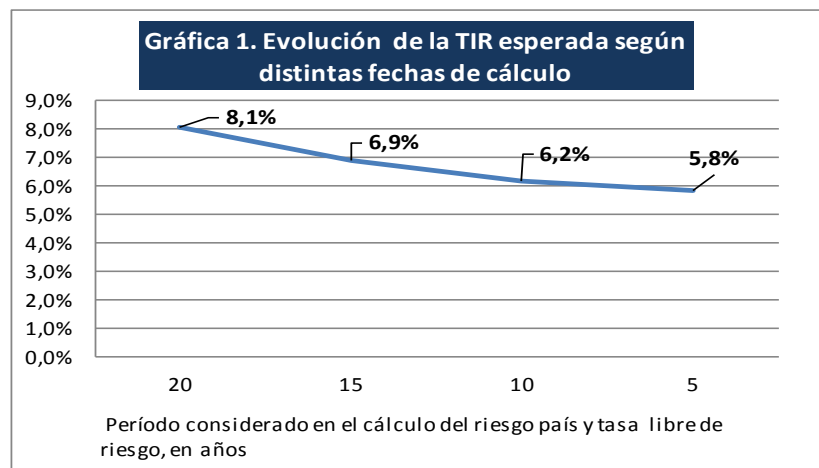
Por su parte para medir el riesgo del país se consieran los rendimientos de los bonos soberanos uruguayos medidos a través del índice UBI de República AFAP. En este caso deben evitarse también los valores “anómalos” del período de la crisis de 2002. Si bien es una realidad que la economía uruguaya atraviesa en determinados períodos crisis de esa magnitud, no se considera muy probable que ello pueda ocurrir en el futuro mediano plazo⁷.

El parámetro “beta unlevered” de Damodaram, para enero de 2020 se ubica en 0,61, 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 plazo . En este sentido, para el caso del rendimiento de los bonos americanos se consideró 2,2% y para el riesgo país (índice UBI), se consideraron 1,82 puntos básicos.

Aplicando estos valores se llega a una tasa de retorno esperada para el capital propio del 5,8%. 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.



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.

3.- Tasación de la Tierra

A diciembre de 2019 se realizó una nueva 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.

Una de las empresas tasadora, 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.

En el caso de los productos agrícolas, luego de varios años de condiciones de mercado relativamente tranquilas, los mercados agrícolas mundiales enfrentan hoy riesgos crecientes, incluida la incertidumbre política por las tensiones comerciales, asimismo se proyecta que los incrementos en la productividad superen el crecimiento de la demanda, lo que podría implicar una disminución de los precios reales de los alimentos. La crisis sanitaria derivada del coronavirus agrega nuevas interrogantes al sector, no existiendo por el momento elementos claros de lo que pueda ocurrir con los precios en el corto plazo. La primeras reacciones fueron de caída de precios por problemas en el comercio, pero luego podría ocurrir un rebote en los mismos en la medida que se vaya restableciendo el comercio.

Por otra parte, no se prevé por el momento como riesgo el de políticas públicas asociado a los permisos administrativos, derivado del cambio de administración.

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 Mercado⁸

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 a la luz de la coyuntura internacional. 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 la existencia de 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 mediano plazo los precios se mantendrían en los niveles del pasado reciente.

Se han registrado modificaciones en la economía mundial que se reflejan en algunos cambios en el comportamiento de los precios tanto de la tierra como de los productos agropecuarios en el corto plazo, tales como:

⁸. Para la elaboración de este capítulo, se supuso que los efectos de la pandemia del coronavirus tendrían efectos acotados y relativamente reversibles luego de algunos meses.

- La desaceleración del dinamismo de la economía mundial como resultado de la prolongada incertidumbre en torno a las políticas, debido a que persisten las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China; a pesar de los acuerdos alcanzados hasta el momento.
- Se proyecta una desaceleración del crecimiento de las economías avanzadas en la medida que se disipen los efectos del estímulo fiscal en Estados Unidos y a medida que el flojo aumento de la productividad y el envejecimiento de la población desmejoren las perspectivas a largo plazo para las economías avanzadas. Las elecciones en EEUU agregan una cuota más de incertidumbre. Por otra parte, la pandemia del coronavirus va a generar en los primeros dos trimestres del año 2020 una caída en el crecimiento mundial y dependiendo de la resolución del problema ello podría alargarse en el tiempo.
- 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.

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 32% 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 para alcanzar sus máximos valores entre 2007-2009. La producción respondió rápidamente a los estímulos del mercado alcanzando en el año 2017 los mayores niveles para prácticamente todos los cereales, carnes y lácteos. Al mismo tiempo el crecimiento de la demanda comenzó a debilitarse.

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

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

(d) el debilitamiento del dólar que generó aumentos en los precios nominales de las commodities.

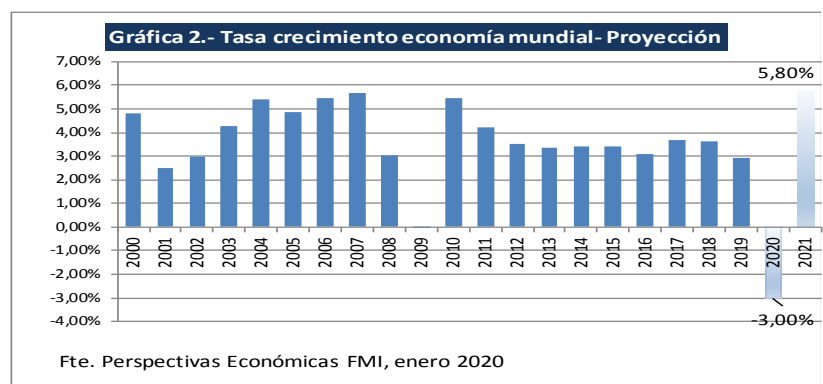
Como se verá, las principales causas que impulsaron los precios al alza en el pasado no se mantienen y el panorama es bastante diferente. CARE consultó diversas fuentes de información y todas coinciden con lo que a continuación de describe⁹.

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

Por su parte, la demanda de harinas proteicas se ha reducido debido a la imposición de aranceles adicionales por parte de China a las exportaciones de soja de EE.UU., y las medidas posteriores para reducir la proporción de harinas proteicas en las raciones de alimentos. La peste porcina africana afectó fuertemente al sector ganadero de China, frenando la demanda de alimentos, y generando efectos adicionales que contribuyeron a deprimir los precios de la soja.

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

El Fondo Monetario Internacional (FMI), en sus previsiones de crecimiento de la economía mundial venían proyectando un crecimiento moderado en el entorno del 3%, panorama que fue fuertemente modificado por los efectos derivados de la pandemia del coronavirus.



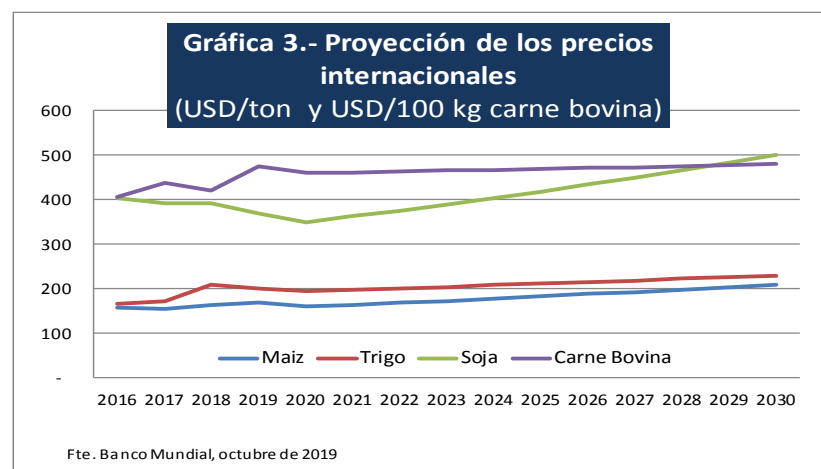
⁹. Perspectivas Agrícolas FAO-OCDE 2019-2028, USDA Agricultural Projections to 2030 (febrero 2020) y Banco Mundial-Commodity Markets Outlook (abril 2020).

El último informe sobre las perspectivas de la economía mundial del FMI de abril de 2020, considera ya los potenciales efectos negativos de crisis sanitaria mundial. A tales efectos reporta que *“La pandemia de COVID-19 ha causado altos y crecientes costos humanos en todo el mundo, y las medidas de protección necesarias han afectando gravemente la actividad económica. Como resultado de la pandemia, se prevé que la economía mundial se contraiga bruscamente en un -3 por ciento en 2020, mucho peor que durante la crisis financiera de 2008-09. En un escenario de referencia, que supone que la pandemia se desvanece en la segunda mitad de 2020 y los esfuerzos de contención se pueden deshacer gradualmente, el FMI proyecta que la economía global crecerá un 5,8 por ciento en 2021 a medida que la actividad económica se normalice, ayudada por el apoyo de políticas”*.

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

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

Por su parte, el Banco Mundial actualiza periódicamente su proyección de precios de las commodities. La última actualización de abril 2020, muestra cómo los precios de todos los rubros se espera tengan un leve crecimiento en dólares corrientes hasta 2030, aunque a tasas bajas.



¹⁰. Idem 6.

El USDA también espera incrementos en los precios nominales, pero menores a la inflación esperada. Los tres organismos proyectan aumentos de precio positivos en dólares corrientes pero en prácticamente todos los casos los valores caerían en valores reales. La excepción parece ser el caso de la soja para el Banco Mundial, dato que no parece ser compartido por el resto de los organismos.

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

Cultivo	FAO-OCDE	Banco Mundial	USDA
Maíz	0,5%	2,8%	0,6%
Soja	1,1%	3,6%	0,2%
Trigo	0,6%	1,7%	1,0%

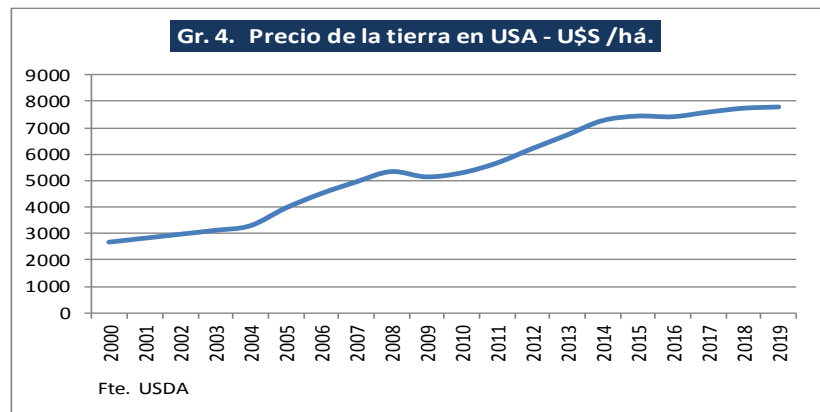
Fuente: CARE en base a BM, USDA y OECD-FAO

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. En este caso se actualiza el comportamiento de los precios en diferentes países considerados de importancia

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



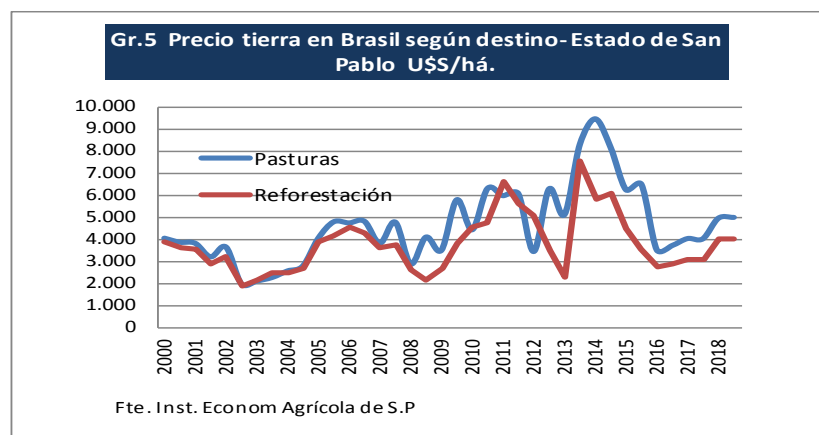
El USDA, reporta también el comportamiento de los precios de las tierras irrigadas y sin riego. Para el caso concreto de las tierras del “Corn Belt”, en USDA en su reporte de Agosto de 2019, muestra que los precios de las tierras irrigadas se ubican en el entorno de un 40% por encima de las no irrigadas. 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
Regada	11.935	12.207	11.787	11.787
No regada	8.575	8.525	8.352	8.278
Variación en porcentaje	39%	43%	41%	42%

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 y se confirma en 2018; último dato que registra el Instituto de Economía Agrícola de San Pablo.



En Argentina, el precio de la tierra agrícola (de muy buena calidad), aumentó desde 1956 (USD 557 la ha.) a enero de 2008 (USD 10.000 la ha.) a un ritmo promedio de 3,5 % acumulativo anual en términos reales, o sea descontando la inflación del dólar. Dicho crecimiento continuó hasta fines del 2011 (con una breve interrupción principalmente ocasionada por la crisis financiera de los años 2008/09). A partir del 2011 y debido a factores ajenos al campo y relacionados con la economía del país: la restricción a la compra-venta y/o giro de divisas extranjeras (“cepo cambiario”), el aumento del costo medido en dólares, la baja en el precio de los “commodities” y el aumento de la presión impositiva determinaron el comienzo de un período de leve reducción de los precios de la tierra. A estas medidas hay que sumarle la sanción de la Ley 26.737 “Régimen de Protección al Dominio Nacional sobre la Propiedad, Posesión o Tenencia de las Tierras Rurales” (“Ley de tierras”), que también generó efectos negativos sobre los precios.

El cambio de gobierno nacional en 2016 generó expectativas para el comienzo de una recuperación en los valores, lo que finalmente no ocurrió, ya que la coyuntura económica no acompañó la recuperación del sector. La inflación,

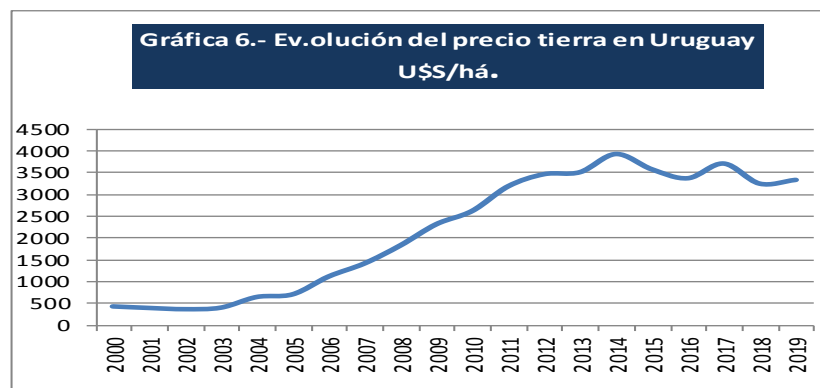
la devaluación del peso y la alta presión impositiva que aún soportan los productores agropecuarios en Argentina, generan no sólo una rentabilidad escasa, sino también un complejo escenario para generar nuevos negocios.

En los años en los que hubo gran demanda de campos y altos precios de la soja (2011-2014), los valores en la zona núcleo se ubicaban entre US\$18.000 y US\$22.000/Ha mientras que en 2019 esos mismos campos se ubicaban entre US\$12.000 y US\$15.000/Ha. Según operadores del mercado inmobiliario rural argentino, los niveles de precio llegaron a un piso en el año 2017 y a partir de allí habían comenzado una lenta recuperación. El reciente cambio político, las medidas hacia el sector, el control del dólar (cepo), generan dificultades adicionales para prever lo que pueda ocurrir en el mediano plazo con los valores de los campos en ese país, pero todo hace suponer que por el momento no debería haber variaciones en los precios al alza.

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

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

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

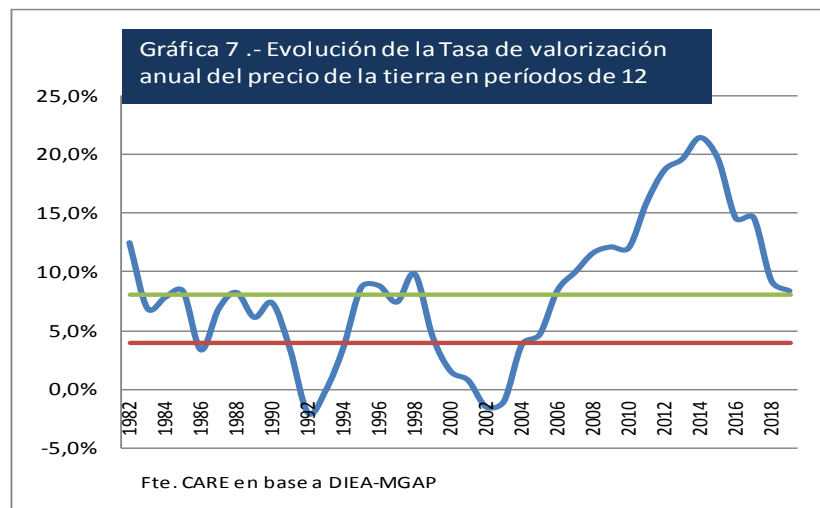


La valorización del precio de la tierra es un componente muy importante de ingreso final del fideicomiso (78%) por lo que lo que finalmente ocurra con su comportamiento tendrá una contribución sustancial con el retorno final de la inversión. El modelo financiero supuso una valorización acumulativa anual de un 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 50 años (1970 a 2019) la variación anual en períodos de 12, en donde se observa lo siguiente:

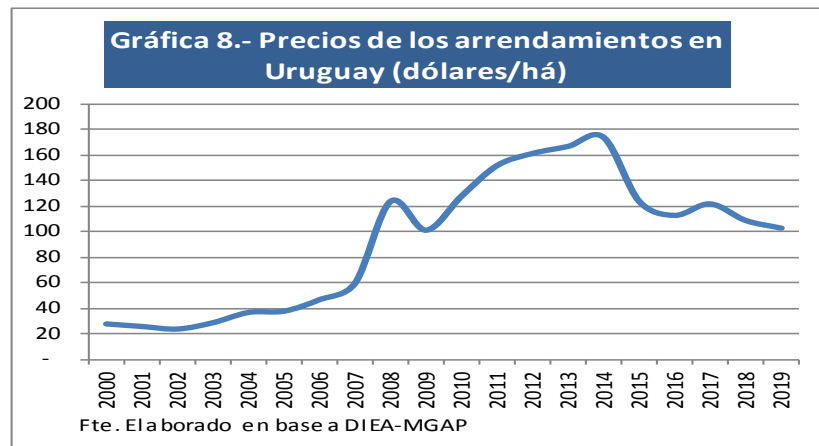
- En promedio, la evolución anual del precio de la tierra en períodos móviles de 12 años fue de 8,3%.
- No obstante en la serie aparecen 17 años (un 47%) en donde el aumento acumulativo anual en periodos de 12 años es menor al 8%, y 9 años en donde es menor al 4% valor sobre el que CARE recalculó la TIR.

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.



1.3. Sobre los arrendamientos

El comportamiento de los precios de los arrendamientos, en los últimos 18 años, ha mostrado una fuerte vinculación con los precios de los productos agropecuarios y al precio de la tierra. Según cifras de DIEA, este indicador ha ido en aumento hasta 2014 –con la sola interrupción en 2009- y a partir de 2015 se inició importante una caída hasta el 2016, se recupera levemente en el 2017 y vuelve a caer a partir de 2018.

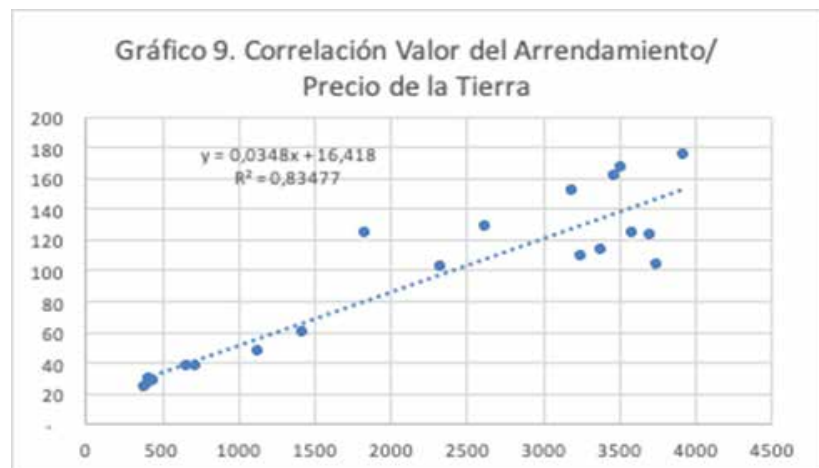


Cuadro 14. Precio promedio de arrendamientos

Año	Renta (USD/ha)	Indice base 2011=100
2010	128	84%
2011	152	100%
2012	161	106%
2013	167	110%
2014	174	114%
2015	124	82%
2016	113	74%
2017	122	80%
2018	109	68%
2019 (1er semestre)	103	62%

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 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 desorbitar.

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 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)¹¹ de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Sr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrian Tambler

¹¹. **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.**