

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, mayo de 2020

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

Actualización de la Calificación Oferta Pública 19-mayo-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 noviembre de 2020
Calificación de Riesgo:	BB.uy ¹
Comité de calificación:	Julio Preve, Adrián Tamber y Martín Durán Martínez
Manual Utilizado:	Manual de Calificación de Finanzas estructuradas administradas por terceros

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

Resumen General

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

- Luego de 7 años de la puesta en funcionamiento del Fideicomiso, persisten las dificultades para la concreción del plan de negocios original en lo que refiere al arrendamiento de los campos, lo que supone un desmejoramiento de las estimaciones de los resultados esperados. En el año 2019 hubo una leve mejora en los porcentajes de arrendamiento, especialmente hacia el final del año, con la ocupación completa de tres de los campos. No obstante esa mejora quedan dos campos con muy baja ocupación –uno de ellos el de mayor superficie- por lo que se mantienen las dudas sobre la tasa de valorización esperada de los campos.
- La tasación de los campos realizada a diciembre de 2019 es levemente más alta que la del año anterior. No obstante se mantiene la incertidumbre en cuanto a la posibilidad de alcanzar TIRs aceptables, ya que el valor de los campos está un 16% en dólares corrientes por debajo del de la compra. De esta forma, solamente para recuperar la inversión, el valor de los campos del fideicomiso debería aumentar en los próximos 5 años en un 3,7% acumulativo anual. Esta cifra podría ser alcanzable bajo ciertas circunstancias, pero con los niveles actuales de arrendamiento no alcanzaría –dada la importancia del factor tierra- a lograr una TIR superior a cero.

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 2019 se lograron arrendar finalmente en forma completa dos de tres campos de Artigas en contratos a largo plazo, en los que se están realizando las inversiones necesarias a cargo del fideicomiso para su puesta en funcionamiento. Asimismo se logró arrendar, también en su totalidad, y en un contrato a 5 años el campo ubicado en Lavalleja. Hacia fines de 2019, el 100% del área de esos tres campos había sido ya tomada por sus arrendatarios, lo que llevó a que el 57% del área total de los campos del Fideicomiso estuvieran arrendados a esa fecha. Este porcentaje de ocupación es el más alto desde inicios de 2016, no obstante se mantiene una muy alta vacancia –ahora en dos de los campos del fideicomiso- que impide que se logren niveles de cap-rate aceptables.

- 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 2019 (0,8%) 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 2020 podría mejorar levemente ya que la ocupación de los campos será mayor durante todo el año, ya que buena parte de los nuevos arrendatarios de 2019 lo hicieron en el correr del año. También podría mejorar si se lograra finalmente arrendar el 43% del área que sigue libre.
- 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 que en 2018 era de 3,3% anual, ahora 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 alcance².
- Para el caso de los commodities alimenticios, se espera para el mediano plazo un mantenimiento de la actual situación de precios relativamente deprimidos, con la excepción del arroz, que luego de muchos años ha comenzado a recuperarse y la carne vacuna. 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 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 commodities, 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 los años anteriores. Esta tendencia general, puede estar afectada en este caso en particular por la escasa demanda por arrendamientos que parecen presentar algunos de los campos. Por su parte, los efectos de la recesión mundial también pueden generar cambios en el valor de los activos
- En cuanto a las políticas públicas sectoriales, no se perciben riesgos en este sentido.

² El valor patrimonial del fideicomiso se encuentra en la actualidad en 9,5 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 noviembre de 2020. 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 CARE no se responsabiliza por el uso que de este informe se haga por parte de terceros con otros fines para el que fue elaborado, máxime cuando se tomen del mismo aspectos parciales que distorsionen su real sentido.

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.
- Se concretó finalmente en 2019 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 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.

b. Hechos salientes del período

- El 13 de noviembre se firmó con el mismo arrendatario que La Arrocería 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.
- En noviembre de 2019 se publicó en la prensa un llamado a interesados en comprar o arrendar el establecimiento La Española, el más grande del Fideicomiso (5.267 has). Tiene un contrato de arrendamiento Forestal (ya forestado) y otra área (a forestar) que se encuentra a la espera de las autorizaciones de la DINAMA que aún no se ha expedido. Si bien hubo algunas ofertas, hasta el momento ninguna prosperó por ser consideradas muy bajas por el operador y el fiduciario.
- El 1 de noviembre se recibieron USD 10.000 de Citrícola Salteña. Dada la situación de concurso que presenta la arrendataria, no es esperable recibir pagos en los próximos meses, si bien el contrato se mantiene vigente al optar la arrendataria por no rescindir el mismo.
- A diciembre de 2019 el fiduciario informa que hay arrendadas 7.634 hectáreas lo que representa el 57% de la superficie total; 35% en el informe anterior. Quedan dos predios –uno de ellos el de mayor superficie del fideicomiso- sin arrendarse. La Española con 5.267 has solo tiene un 18% de su superficie arrendada para la explotación forestal y San Tomás con 2.000 hectáreas que solamente tiene un 25% de su superficie arrendada.
- 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%. 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).

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 del Fiduciario al 31/12/2019
- Estados Contables del Fideicomiso al 31/12/2019.
- Informes de Winterbotham Fiduciaria S.A. el último al cuarto trimestre de 2019.
- Informes de actividades del operador, el último al cuarto trimestre de 2019.
- Informes No 38 y 39 del Comité de Vigilancia el último al 8/4/2020.
- Informes de tasación de la Empresa TASAR al 31/12/2019
- Entrevistas con personal de FMS, del Fiduciario y del Comité de Vigilancia.

II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

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

1. Descripción general

Denominación: Fideicomiso Financiero Fondo de Tierras Uruguay

Fiduciario: Winterbotham Fiduciaria SA Administradora de Fondos de Inversión.

Operador administrador: Farm & Forestry Management Services SRL.

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

Entidad Representante: Bolsa Electrónica de Valores S. A.

Cotización bursátil: Bolsa Electrónica de Valores S. A.

Organizador: Farm & Forestry Management Services SRL

Títulos emitidos: Certificados de participación

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

Moneda: Dólares

Importe de la Emisión: USD 52.010.000

Fecha de la Emisión: 24 de abril de 2013

Plazo: 12 años

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

Calificación de Riesgo: 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 al 31/12/19. De los mismos se extrae la información que se expone en los cuadros siguientes:

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

Concepto	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017
Activo	39.529	29.289	22.131
Activo Corriente	4.000	1.419	4.131
Activo no Corriente	35.528	27.870	18.001
Pasivo	26.020	17.949	11.543
Pasivo Corriente	2.788	1.420	4.052
Pasivo no Corriente	23.233	16.529	7.491
Patrimonio	13.508	11.340	10.588
Total Pasivo y Patrimonio	39.529	29.289	22.130
Razón Corriente	1,43	1,00	1,02

Fuente: EE.CC Winterbotham

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

Concepto	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017
Ingreso de actividades ordinarias	10.017	5.176	3.556
Gastos de Administración	(8.104)	(4.865)	(3.989)
Resultado Operativo	1.913	311	(433)
Resultados de inversiones y financiamiento	1.027	771	510
Resultados antes de Impuestos	2.940	1.083	76
Impuesto a la Renta	(772)	(331)	(205)
Resultado del Ejercicio	2.168	752	(129)

Fuente: EE.CC Wintherbotham

Su activo principal (no corriente) lo constituyen sus depósitos en garantías en el BCU de acuerdo a la normativa vigente. Si bien no generan intereses, 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 31/12/19 y su comparativo con periodos anteriores. Se definió como moneda funcional al dólar aunque, por razones legales, se presentan en moneda nacional.

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

Concepto	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017
Activo	1.596.470	1.338.662	1.193.313
Activo Corriente	87.720	87.293	55.213
Activo no Corriente	1.508.751	1.251.369	1.138.100
Pasivo	9.283	7.484	4.679
Pasivo Corriente	9.284	7.484	4.679
Pasivo no Corriente	-	-	-
Patrimonio	1.587.186	1.331.178	1.188.634
Total Pasivo y Patrimonio	1.596.470	1.338.662	1.193.313
Razón Corriente	9,45	11,66	11,80

Fuente: EE.CC del Fideicomiso

Si se convierte el patrimonio contable al cierre del periodo informado por el tipo de cambio de la fecha (\$ 37,308) se obtiene un valor de USD42.5 millones, cifra inferior al valor de la emisión de USD52 millones.

El valor razonable de las tierras incluidas en Propiedades de Inversión medido de acuerdo con la metodología descrita en Nota 2.6 de los EE.CC, fue determinado al 31 de diciembre de 2019 y de 2018 de acuerdo con los trabajos realizados por profesionales independientes. Los referidos profesionales, indica el fiduciario y avala la firma de auditoría, cuentan con todas las certificaciones apropiadas y experiencia reciente en el avalúo de propiedades en las ubicaciones referidas. Al cierre del ejercicio, dicho valor se estableció en USD 40.250.781, algo más al valor establecido a diciembre de 2018 que fue USD 38.615.342.

En cuanto a los resultados del ejercicio, se exponen en el cuadro siguiente

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

Concepto	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017
Ingresos por actividades ordinarias	23.050	42.053	27.557
Costos asociados	(5.056)	(4.390)	(4.415)
Cambio en el valor razonable inversión	53.905	(28.919)	(31.777)
Resultado Operativo Bruto	71.900	8.744	(8.635)
Gastos de Administración y otros	(13.565)	(16.324)	(12.259)
Resultado Operativo	58.335	(7.581)	(20.894)
Ingresos financieros	1.837	-	-
Costos financieros	(70)	-	(601)
Otros financieros	(50)	1.184	907
Resultados antes IRAE	60.052	(6.397)	(20.588)
IRAE	(5.214)	(133)	18.902
Resultado del ejercicio	54.838	(6.530)	(1.686)
Ajuste por conversión	201.171	149.074	(21.719)
Resultado Integral del ejercicio	256.009	142.544	(23.405)

Fuente: EE.CC del Fideicomiso

Los resultados del ejercicio son positivos, en particular se destaca a nivel de resultados operativos revirtiendo una tendencia deficitaria. En términos de dólar los resultados permiten mejorar el nivel patrimonial.

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 medio*.

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

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

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

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

1. Bienes fideicomitidos y aspectos descriptivos del proyecto

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

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

2. Gestión de los arrendamientos

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

Más allá de lo anterior, que puede o no ser compartible en cuanto a la cifra exacta, la dificultad en concretar arrendamientos arroja incertidumbre en la valorización esperada de los campos. El porcentaje de arrendamientos durante todo el año 2019, promedió un 44%, aunque mejoró hacia finales del año terminando en un 57%, cifra que no se alcanzaba desde los primeros meses de 2016. De cualquier manera este porcentaje del 57% es igualmente bajo si se tiene en cuenta que el fideicomiso ya lleva 7 años en operación. Aún queda sin arrendar buena parte de uno de los predios de Artigas y del campo más grande del fideicomiso, a lo que hay que agregar las dificultades con el cobro de uno de los arrendamientos, que es una quinta de citrus que está arrendada a Citrícola Salteña SA, actualmente en concurso de acreedores.

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

Establecimiento	Area total	Dic-18		Dic-19	
		has	%	has	%
La Española	5.267	923	18%	923	18%
San Isidro	2.941	200	7%	2.941	100%
La Arrocerca	921	475	52%	921	100%
San Juan	1.161	330	28%	1.161	100%
San Tomás	2.000	1.163	58%	608	30%
Quinta 28	394	394	100%	394	100%
El Ombú	182	182	100%	182	100%
Sopas	626	626	100%	626	100%
Total	13.492	4.292	32%	7.755	57%

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), los que representan más del 91% del área total. Luego de la definitiva salida de ALUR del potencial proyecto por el cual se compraron los campos de Artigas, sobre fines de 2017 se concretaron algunos contratos para realizar agricultura, lo que abrió mejores perspectivas para esos inmuebles. Sin embargo la experiencia no colmó la expectativas creadas. Hoy en día, estaría quedando un 43% de la superficie por arrendar, en dos predios del norte: uno de Artigas y uno de Tacuarembó.

En el año 2019 el cap rate respecto al valor de compra fue de 0,8%, valor por debajo los últimos años. 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 cabe esperar una cierta mejora en este indicador, ya que el 2020 se inició con una mayor ocupación de los campos.

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 Arrocerca	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 (para 2019 ese promedio nacional se ubicaría 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 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 2019), muestran una recuperación en los precios de la tierra y una caída en los arrendamientos con relación al año anterior (+2,6% y -1,8% respectivamente). El valor medio de los arrendamientos se estima en 107 dólares/ha mientras que el valor medio de la tierra es 3.342 dólares/ha, lo que determina un cap rate a nivel nacional de 2,7%.

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

La ausencia en la concreción de arrendamientos en algunos campos, genera problemas no solamente por la no obtención de rentas y por lo tanto de ingresos operativos para el fideicomiso, sino que en alguna medida también afecta el valor actual de los campos y también el valor futuro de los mismos, ya que al momento de ser vendidos podrían no parecer atractivos al no haber generado evidencias de demanda por su explotación.

3. El precio de compra y valoración actual.

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 baja⁴. 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 (2019/2014)	-15,0%

Fuente: CARE.

⁴ Como bien se detalla en la Sección V, los campos en el Uruguay perdieron valor entre 2014 y 2019

Puede observarse que hay tres predios cuyas pérdidas de valor son muy superiores a lo ocurrido para el promedio del país, y ello coincide en gran medida con aquellos establecimientos que han mostrado mayores dificultades para arrendarse. Un predio muestra reducciones de precios similares al promedio país, hay dos predios que pierden menos valor que el promedio y finalmente dos predios que han aumentado de valor en dólares corrientes.

Cabe acotar que los predios que han aumentado de precio de mercado son los mas chicos, apenas representan el 4% de la superficie total.

Considerando el promedio ponderado de los campos la caída del precio fue de 16,5%.

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

- **Tasas de valorización de la tierra**

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

Se estimó también en esta oportunidad cuál debería ser la tasa de valorización anual de los campos que hoy están tasados en valores más bajos que cuando se compraron, para que al finalizar el fideicomiso el valor sea al menos igual al valor de compra, y de esa forma se recupere al menos el capital invertido. 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 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 2,2% 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.

• **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 sigue sin

arrendarse la totalidad de la superficie.

Los resultados se presentan en el cuadro siguiente.

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

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

Fuente: CARE

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

Teniendo en cuenta 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 incluso 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 ocurridas en el último año, 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 Damodaran⁵ 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:

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

⁵ A. Damodaran, "Estimating Equity Risk Premiums" Stern School of Business.

Donde:

$E(r_i)$: Tasa de retorno esperada del capital

β_{im} : Riesgo sistemático propio respecto del riesgo de mercado⁶.

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)

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 en la actualidad se encuentra en 1,56%. 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 0,61, 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.

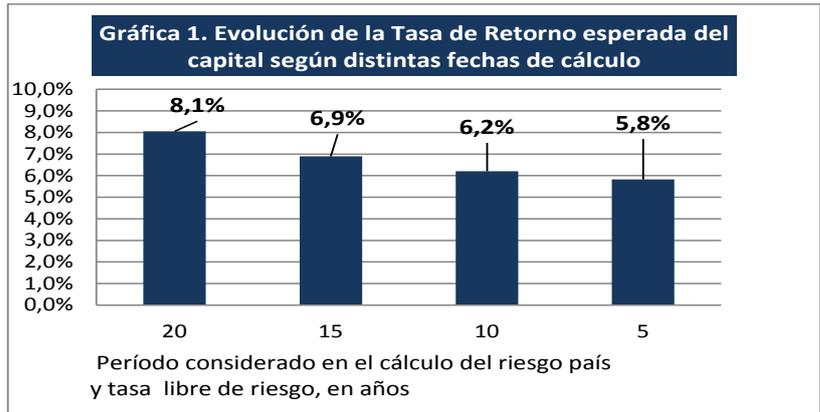
A los efectos de calcular estos indicadores se tuvieron en cuenta los valores promedio de los últimos 5 años, para evitar variaciones coyunturales y tener una visión de mediano plazo⁷. En este sentido, para el caso del rendimiento de los bonos americanos se consideró 2,2% y para el riesgo país (índice 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 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.

⁶ Se consideraron los betas promedio de empresas de producción primaria de bienes agrícolas en mercados emergentes según A. Damodaram

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.



Riesgos considerados:

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

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

V. EL ENTORNO

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

En el caso de los productos agrícolas, 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. Las 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.

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 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:

- 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, muestran 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 línea con los informes anteriores, se describen los aspectos salientes de los dos precios que inciden en los retornos de la inversión: el precio de la tierra y el precio de los arrendamientos. Como ya fue expuesto, CARE considera que las proyecciones de precios de los productos agrícolas representan una variable proxy de mayor correlación con los arrendamientos que la de un porcentaje fijo del valor de la tierra, motivo por el cual se tendrá en cuenta también estas variables.

5.2 Sobre el precio de los productos agrícolas.

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

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 describe⁸.

⁸. Perspectivas Agrícolas FAO-OCDE 2019-2028 (abril 2019), USDA Agricultural Projections to 2029 (febrero 2020) y Banco Mundial-Commodity Markets Outlook (abril 2020) y World Bank Commodity Prices (abril 2020).

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.

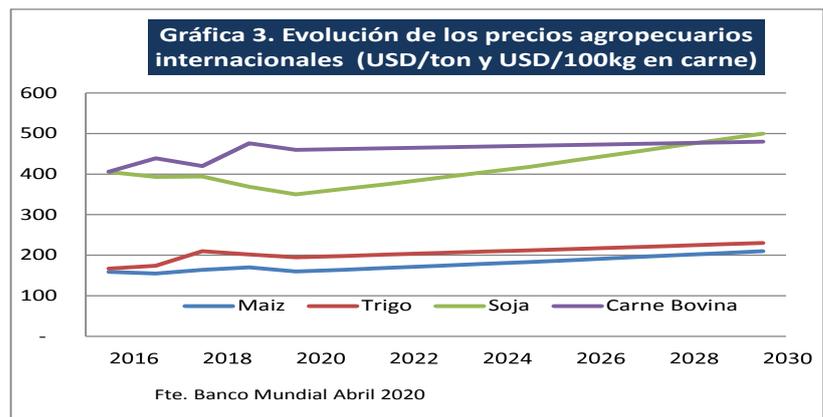


El último informe sobre las perspectivas de la economía mundial del FMI de abril de 2020, considera ya los potenciales efectos negativos de crisis sanitaria mundial. A tales efectos reporta que *“La pandemia de COVID-19 ha causado altos y crecientes costos humanos en todo el mundo, y las medidas de protección necesarias han afectado 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 USDA⁹ 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 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.



El USDA también espera incrementos en los precios nominales, pero menores a la inflación esperada. Los tres organismos proyectan aumentos de precio positivos en dolares 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 11. 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

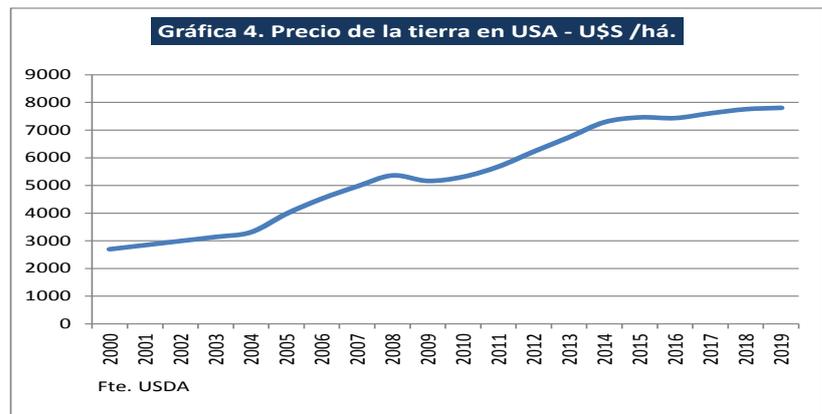
⁹. Idem 6.

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% y para 2019 el USDA reporta un aumento de un 0,6% en términos nominales.

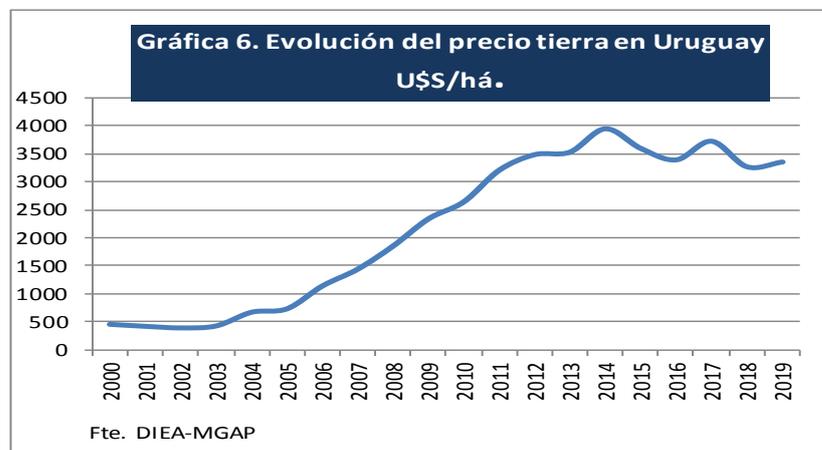


El comportamiento del precio de la tierra en Brasil, está afectado, además de por los factores descritos oportunamente para la tierra en general, por el efecto del tipo de cambio, en la medida que en ese país, la cotización del recurso se realiza en moneda nacional. Por ello, las fluctuaciones son amplificadas por este efecto. En el año 2014 comenzó una fuerte caída de los precios de la tierra, parecerían comenzar a revertirse en 2017 y se confirma en 2018; último dato que registra el Instituto de Economía Agrícola de San Pablo.



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 año 2019 el precio promedio de la hectárea media muestra una leve recuperación de un 3% con relación al año anterior.

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 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 49 años (1970 a 2019) la variación anual en períodos de 12, en donde se observa lo siguiente:

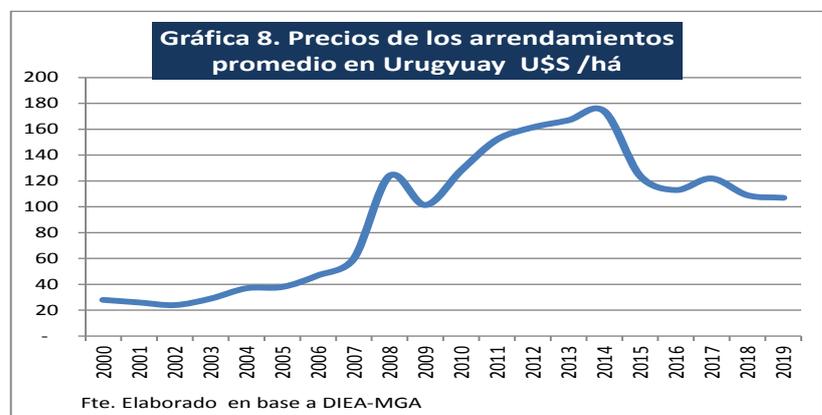
- En promedio, la evolución anual del precio de la tierra en períodos móviles de 12 años fue de 8,3%.
- No obstante en la serie aparecen 15 años (un 39%) en donde el aumento acumulativo anual en periodos de 12 años es menor al 7%.

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



5.4 El precio de los arrendamientos

El comportamiento de los precios de los arrendamientos, en los últimos 19 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 con una tendencia a estabilizarse.

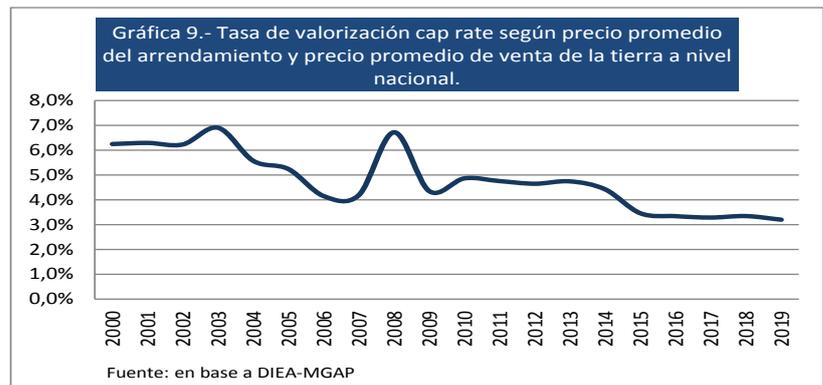


Cuadro 12. Precio promedio de arrendamientos

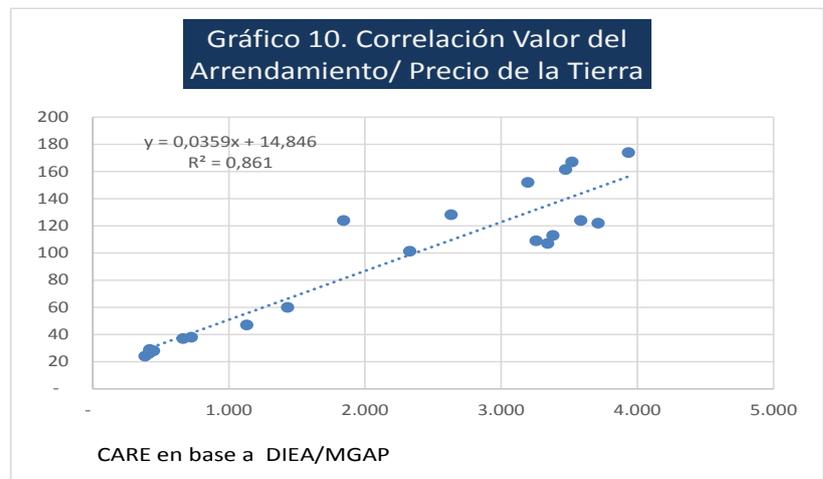
Año	Renta (USD/ha)	Índice base 2011=100
2010	128	84%
2011	152	100%
2012	161	106%
2013	167	110%
2014	174	114%
2015	124	82%
2016	113	74%
2017	122	80%
2018	109	72%
2019	107	70%

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

5.5 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)¹⁰ de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado especulativo.

Comité de Calificación.



Ing. Julio Preve



Sr. Martín Durán Martínez

¹⁰. **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.**



Ing. Agr. Adrian Tambler