

CARE

CALIFICADORA DE RIESGO

**CALIFICACION DE RIESGO DE
TITULOS MIXTOS DEL DOMINIO
FIDUCIARIO DEL
“FIDEICOMISO FINANCIERO
TIERRAS DEL LITORAL II”**

Montevideo, junio de 2021

4	RESUMEN GENERAL
7	I INTRODUCCIÓN
12	II EL FIDUCIARIO Y LOS TITULOS MIXTOS
15	III LA ADMINISTRACION
20	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS
28	V EL ENTORNO
39	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO
ANEXO I INFORME JURIDICO	

Calificación Oferta Pública 29 - junio - 2021

Denominación:	Fideicomiso Financiero Tierras del Litoral II o FFTL II.
Fiduciario:	Winterbotham Fiduciaria S.A. Administradora de Fondos de Inversión.
Operador:	Agropecuaria del Litoral S.A.
Aparcero y arrendatario:	Agronegocios del Litoral SA, empresa vinculada a Agropecuaria del Litoral SA
Entidad Registrante y Agente de Pago:	Winterbotham Fiduciaria S.A. Administradora de Fondos de Inversión.
Entidad Representante:	BEVSA
Títulos a emitir:	Títulos Mixtos escriturales de Oferta Pública.
Moneda:	Dólares americanos
Importe de la emisión:	Máximo de USD 100.000.000 (cien millones de dólares y mínimo de USD 50.000.000 (cincuenta millones de dólares).
Activos del Fideicomiso:	Inmuebles rurales, infraestructura de riego, arrendamientos, entre otros.
Comité de Calificación:	Julio Preve, Martín Durán y Adrián Tamber
Calificadora de Riesgo:	CARE Calificadora de Riesgo
Calificación de Riesgo:	BBB.uy
Vigencia:	hasta 30 de abril de 2022 en caso de emitirse antes del 31 de diciembre de 2021.
Plazo:	15 años a partir de la fecha de la primer emisión prorrogable por tres años.
Manual utilizado:	Manual de calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros.

Resumen General

CARE ha calificado los títulos mixtos del Fideicomiso Financiero Tierras del Litoral II (FFTL II) con la calificación BBB.uy de grado inversor.

El objeto del fideicomiso es la obtención de financiamiento a través de la colocación de Títulos Mixtos para la adquisición de predios productivos en los que se invertirá en riego para una explotación preferentemente agrícola, y en menor medida ganadera y forestal. El Fideicomiso no realizará por sí la explotación de los predios sino que procurará generar una renta celebrando contratos de aparcería y arrendamiento.

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 aprecia en el informe adjunto. (Anexo I).
- De modo especial se ha evaluado la capacidad de gestión del Operador del proyecto (Agropecuaria del Litoral) y de su empresa vinculada (Agronegocios del Litoral), que actuará eventualmente como aparcerero y/o como arrendatario. Agropecuaria del Litoral (Operador) se constituye en fiador solidario de todas las obligaciones que asuma Agronegocios del Litoral bajo los contratos de aparcería y arrendamientos. Importa destacar que esta es la segunda operación de idénticas características que lleva adelante el Operador, habiendo mostrando la primera un resultado satisfactorio alineado al proyecto propuesto. Asimismo demuestra tener la solvencia económica necesaria para afrontar los compromisos asumidos.
- 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. Por otra parte el Operador se compromete a asegurar un ingreso mínimo para las áreas a ser explotadas con agricultura.
- Un proyecto que desde el punto de vista físico y económico supera en el mismo sentido que en el punto anterior, diversas pruebas; y que al mismo tiempo se destaca por el nivel de cobertura de múltiples variables consideradas.
- Al tratarse de un proyecto a largo plazo para la maduración de las inversiones, y al depender esta maduración crucialmente de operaciones realizadas al comienzo del mismo, los informes trimestrales del operador de los primeros años cobran particular relevancia para tres conceptos que ponderan fuertemente en la gestión de la administración: la compra de tierra, la implementación del proyecto de explotación y la realización de la infraestructura de riego establecidos en el plan de negocios. Se establece un estricto protocolo de compras para la selección y adquisición de las tierras (porcentajes de área agrícola y de potencial de riego, ubicación, calidad de los suelos, etc.). Asimismo se determinan en el contrato de operación diversos requisitos mínimos de desempeño que contribuirán a establecer el juicio futuro de la calificadora.

- Destaca la alineación de incentivos entre el fideicomiso y el operador ya que este último se compromete a adquirir títulos por un 5% del monto suscripto y mantenerlos durante todo el período de la vigencia del Fideicomiso, salvo que dejara de ser el operador. Asimismo, el operador se obliga a abonar al Fideicomiso por la totalidad de las hectáreas bajo explotación agrícola bajo la forma de aparcería un monto mínimo anual equivalente a 500 kg. de soja por hectárea y por año, asegurando de esta forma un ingreso mínimo y reduciendo riesgos para los inversores.
- El fideicomiso emitirá Títulos Mixtos de manera tal que tendrán un componente deuda y un componente participación. El Fideicomiso adeudará a los Titulares de los Títulos Mixtos una suma de capital de USD 25 (dólares estadounidenses veinticinco) por cada Título Mixto suscripto e integrado¹, a pagarse en la fecha de pago final, más un interés compensatorio del 5,00% (cinco por ciento) efectivo anual calculado sobre el monto del capital adeudado bajo cada Título Mixto. El Componente Participación USD 75 (dólares estadounidenses setenta y cinco) por cada Título Mixto da derecho a los Titulares a recibir, en proporción a su participación en el Patrimonio Fiduciario, los beneficios de acuerdo a las condiciones establecidas en el contrato.
- El prospecto presenta una estimación para la TIR del 8,24% para el escenario base, variando en un rango de entre 6,4 y 13,1% según diferente comportamiento de las principales variables. CARE realizó sensibilizaciones adicionales suponiendo un escenario más desfavorable con menores aumentos esperados en la evolución de los precios de la tierra y los productos agrícolas, estimando una TIR del 6,2% para su nuevo escenario base, variando entre 7,2 y 4,1%.
- Para el caso de los commodities agrícolas, la coyuntura se presenta más favorable que en los años más recientes, habiéndose alcanzado valores que no se observaban desde mediados del año 2014. Los precios han mostrado una recuperación continua en los meses más recientes de la mano de un incremento en la demanda de China (en soja, básicamente), una leve reducción de la oferta, el debilitamiento del dólar y una reducción significativa en los stocks mundiales. Si bien la mayor parte de los analistas coinciden que se está frente a un nuevo ciclo de las commodities, la bibliografía consultada mantiene las proyecciones respecto de que los precios nominales en el largo plazo tendrán aumentos por debajo de la inflación del dólar, lo que en términos generales es compartido. Esto no implica que en el corto plazo la coyuntura para las actividades agrícolas resulte muy auspiciosa.
- El mercado de tierra agrícola, si bien está afectado por coyunturas de corto plazo así como de decisiones nacionales e internacionales de políticas que afectan el tipo de cambio real, para el largo plazo presenta tendencias de incremento en sus precios, aunque a tasas menores a las proyectadas en años anteriores. No obstante, para el corto y mediano plazo podría esperarse un nuevo ciclo alcista en los valores nominales de la tierra, por encima de la tendencia de largo plazo. Esto sería como consecuencia de la suba en los precios de las commodities, la caída del precio de la tierra en los últimos años, el debilitamiento del dólar y las bajas tasas de interés.

¹. Valor Nominal del Título Mixto USD 100.

- Si bien el contexto nacional y mundial ha sido marcadamente afectado por la pandemia del coronavirus, no se advierten posibles efectos negativos ni directos ni indirectos para el plan de negocios que se presenta en esta oportunidad. Todo indica que los peores efectos ya pasaron y que lentamente se estaría saliendo de la mano de los avances de la vacunación contra el virus.
- En cuanto a las políticas públicas sectoriales, no se perciben riesgos en este sentido.

I. INTRODUCCIÓN

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para calificar los Títulos Mixtos del fideicomiso financiero nominado "Fideicomiso Financiero Tierras del Litoral II".

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

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

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

Por disposición del BCU y siempre que se emita antes de los seis meses, esta calificación se actualizará antes del 30 de abril siguiente a la primera presentación de los EECC del fideicomiso. No obstante, si el plazo entre la emisión y la primera calificación superara los seis meses, la actualización se realizará en esa oportunidad.

Por otra parte la misma puede variar ante la aparición de hechos relevantes. En los primeros años del proyecto se considerarán hechos relevantes la evolución semestral de la compra de tierras así como el inicio de la explotación de los predios y la concreción de la infraestructura de riego prevista en el Prospecto. Todo lo demás constante, el cumplimiento de metas de compra de tierra y de establecimiento de infraestructura de riego y puesta en marcha de las

explotaciones agrícolas, debería ir incrementando la nota. Tanto el fiduciario como el operador se comprometen a proveer esta información.

Antecedentes generales

El antecedente más relevante a destacar es que esta sería la segunda operación de idénticas características que se propone realizar. En setiembre de 2018 comenzó a ejecutarse el Fideicomiso Financiero Tierras del Litoral, y a la fecha de la última actualización, realizada por CARE en abril de 2021, el emprendimiento había ejecutado el 90% de las inversiones proyectadas, los resultados vienen siendo satisfactorios, manteniéndose incambiada la nota de grado inversor.

Del prospecto se toma un resumen de las características del negocio que deriva de la emisión de Títulos Mixtos escriturales de Oferta Pública, con un valor nominal total máximo de hasta USD 100.000.000 (cien millones de dólares estadounidenses). Sin perjuicio de lo anterior, luego de integrados y emitidos valores por US\$ 50,000,000 (cincuenta millones de dólares estadounidenses) correspondientes al "Tramo I", los beneficiarios supra mayoritarios (dos o más beneficiarios que en conjunto representen como mínimo en 75% de la emisión), podrán dejar sin efecto la obligación de realizar futuras integraciones por el monto suscripto que falte integrar el "Tramo II". El monto mínimo de emisión es de US\$ 50,000,000 (cincuenta millones de dólares estadounidenses).

Una vez que llegue a integrar USD 70.000.000 (setenta millones de dólares), el Fiduciario deberá comunicar a los beneficiarios y al operador dicha circunstancia y convocará, por única vez, a una Asamblea de Beneficiarios para obtener la previa conformidad de los beneficiarios supra Mayoritarios y del operador para realizar los futuros Capital Calls.

Los títulos tendrán un componente deuda de USD 25 (veinticinco dólares americanos) por cada título de USD 100, a pagarse al final con un interés compensatorio del 5% efectivo anual, que se abonarán en las fechas de pago anual siempre que existieran fondos disponibles suficientes, siguiendo el procedimiento de pago previsto en el Contrato de Fideicomiso; y un componente Participación que recibirá, en proporción a su participación en el Patrimonio Fiduciario, en forma anual los fondos netos anuales distribuibles (si existen) en cada fecha de pago anual, y al momento de extinción del fideicomiso, los fondos netos remanentes en la fecha de pago final;

La suscripción se realizará en dos tramos: un tramo minorista y un tramo general para los inversores institucionales. El operador (Agropecuaria del Litoral S.A.) se obliga a suscribir valores por hasta un 5% del monto total de la suscripción.

El objeto principal del "Fideicomiso Financiero Tierras del Litoral II" será:

- (i) la emisión de los valores de oferta pública por hasta el monto máximo de la emisión, y su suscripción por parte de los beneficiarios según términos y condiciones que surgen del contrato de fideicomiso y del documento de emisión (la "Emisión"),
- (ii) la implementación del proyecto, y
- (iii) la distribución de los fondos netos anuales resultantes de la implementación del proyecto entre los beneficiarios, todo ello en la forma que se establece en el contrato

En el proyecto se establece que el operador buscará, analizará y comprará inmuebles en las mejores zonas del país, en un rango aproximado de valores entre USD 5.250/ha y USD 8.750/ha con un promedio aproximado inicial de USD 6.800/ ha, analizará, recomendará y controlará la ejecución de inversiones de riego y mejoras en los Inmuebles aptos para maximizar su capacidad productiva, se encargará de llevar adelante la explotación de dichos inmuebles mediante distintos esquemas de aparcería, medianería y arrendamiento según sea el caso, para finalmente proceder a la enajenación de los inmuebles con una ventana temporal amplia de manera de conseguir las mejores oportunidades de venta.

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

El plazo de la inversión es de 15 años, pudiendo extenderse tres años.

Las principales características del proyecto son:

- Administración a cargo de Agropecuaria del Litoral S.A, una compañía con probada habilidad, en la administración de inmuebles destinados a la actividad agrícola con especialidad en riego. Esto se desarrollará especialmente en la Sección III.
- El aparcero será Agronegocios del Litoral, una empresa vinculada a Agropecuaria del Litoral (Operador). Esta última se constituye en fiador solidario de todas las obligaciones que asuma Agronegocios del Litoral bajo los contratos de aparcería.
- El área agrícola será explotada bajo la forma de aparcería por Agronegocios del Litoral, pero hasta un 25% del área puede ser cedida bajo la forma de arrendamiento a terceros. El área ganadera será arrendada a Agropecuaria del Litoral para su explotación directa o subarrendando a terceros. La eventual área forestal será realizada bajo la forma de arrendamiento a terceros.
- El valor promedio de los arrendamientos del área agrícola a terceros no podrá ser inferior a 500 kg. de soja por hectárea menos un 10% de gastos comerciales estimados. Ese valor mínimo es el mismo que se establece para el área bajo aparcería.
- Los porcentajes de pago al Fideicomiso por aparcería son: en los cultivos de invierno o verano en secano, el 20% de la producción bruta; (ii) en cultivos de verano bajo riego, el 23% de la producción bruta para valores de soja iguales o mayores a USD 400/tonelada, 22% para valores de soja entre USD 330 y USD 399,9/tonelada y 21% para valores de soja iguales o menores a USD 329,9/tonelada.
- En los arrendamientos del área ganadera se estima un valor de 45 kilos de vaca gorda por hectárea y por año y en arrendamientos de forestación unos 175 dólares por año.

- Estructuración de una opción de inversión a largo plazo, respaldada por el retorno de operaciones inmobiliarias, sin perjuicio de distribución de utilidades cada año producidas por el ingreso de aparcería y arrendamientos.
- Adquisición de aproximadamente 12.000 hectáreas de campo (suscripción de Tramos I y II), que se explotarán mediante contrato de aparcería y arrendamiento; y en los que el operador, por cuenta del Fideicomiso realizará importantes inversiones en infraestructura de riego para aumentar la productividad de la explotación bajo agricultura.
- El precio promedio resultante estimado en el prospecto por la compra de tierras durante todo el período de inversión, es de USD 7.000 por ha, aspecto que se analiza en la sección IV.
- Respecto del ingreso bruto total estimado descontado (al 5,4%), un 71,5% correspondería aproximadamente a la venta de la tierra y mejoras al final del proyecto, y un 24,5% a los ingresos por aparcería.
- Una estimación de TIR para el inversor según el Prospecto, en un rango de entre 6,4 y 13,1%, con un valor más probable de 8,24%, según diversas sensibilizaciones realizadas descritas en el prospecto de emisión. En la sección IV CARE realiza sensibilizaciones adicionales sobre la base de escenarios más extremos.
- En el Prospecto se plantea un conjunto de exigencias mínimas de desempeño que permitirán de futuro evaluar la marcha del proyecto, ya que son considerados como obligaciones de resultado:
 - a)** Adquisición de los Inmuebles: dentro de los primeros 3 (tres) años, a contar desde la Integración Inicial, deberá invertirse al menos el 85% del monto destinado a compra de tierras (esto es, un 72% del monto de la colocación)
 - b)** Características de los inmuebles y unidades productivas: los Inmuebles deberán necesariamente poseer las siguientes características:
- Al menos un 40% de cada unidad productiva deberá contar con la posibilidad de uso agrícola (área agrícola);
- Al menos 50% de los suelos correspondientes al área agrícola de cada unidad productiva deberán ser de los grupos 10 y/o 11 según la clasificación CONEAT desarrollada por el Ministerio de Ganadería, Agricultura y Pesca o cualquier órgano que asuma su competencia en esta materia que lo sustituya en el futuro; y
- En al menos un 40% del área agrícola consolidada de todos los Inmuebles adquiridos por el Fideicomiso deberá ser posible realizar proyectos de riego por irrigación central. sin que esto implique la obligación para el operador de desarrollar proyectos de riego en el total de esa área agrícola. El cumplimiento de este estándar deberá ser analizado luego de finalizado el plazo para la adquisición de inmuebles de 3 años contados desde la integración inicial, o la prórroga del mismo que sea otorgada por los beneficiarios mayoritarios;

2. Información analizada y procedimientos operativos

La información analizada², fue la siguiente:

- Borrador de Prospecto de Emisión
- Borrador de Contrato de Fideicomiso
- Borrador de Contrato de Aparcería
- Borrador de Contrato de Arrendamiento Ganadero
- Borrador de Contrato de Arrendamiento Forestal
- Borrador de Contrato de Operación
- Estados Contables de Agropecuaria del Litoral al 30/06/2020
- Entrevistas a informantes calificados para verificación de reputación del operador.
- Estados Contables del Fiduciario por los últimos tres ejercicios.
- Modelo Financiero
- Informe jurídico (Anexo I)
- Información vinculada al desempeño del FF Tierras del Litoral I

De acuerdo al Manual de Procedimientos de CARE para calificar finanzas estructuradas, el presente estudio se divide en cuatro capítulos, que se corresponden con lo que en el manual se denominan áreas de riesgo a saber:

- a) El papel o instrumento financiero, en este caso los títulos mixtos.
- b) La administración en este caso Agropecuaria del Litoral (Operador) y Winterbotham (fiduciario).
- c) Los activos subyacentes y flujos esperados.
- d) El entorno de mercados y políticas públicas, que pueden afectar el éxito del instrumento por incidir en la capacidad de la administradora de cumplir el mandato determinado en la constitución del fideicomiso.

Los procedimientos operativos seguidos en este caso, se encuentran detallados en el correspondiente manual. En esencia implican un modo de asociar en una única matriz de análisis, factores de riesgo cualitativos y cuantitativos, agrupados y ponderados según el punto de vista del comité de calificación, para culminar ese análisis en un puntaje que se equivale con una nota.

². CARE deberá recibir la versión definitiva de los distintos documentos

II. EL FIDEICOMISO Y LOS TÍTULOS MIXTOS

Se ofrecerán en oferta pública títulos mixtos del Fideicomiso Financiero Tierras del Litoral, creado por contrato correspondiente de fideicomiso financiero. Este contrato, los títulos y los demás contratos citados se analizan en la presente sección.

1. Descripción general

Denominación:	Fideicomiso Financiero Tierras del Litoral
Fiduciario:	Winterbotham Fiduciaria S.A. Administradora de fondos de inversión.
Operador:	Agropecuaria del Litoral S.A.
Aparcero	Agronegocios del Litoral S.A. Empresa vinculada a Agropecuaria del Litoral.
Agente de Registro y Pago:	Winterbotham Fiduciaria S.A. Administradora de Fondos de Inversión.
Entidad Representante:	Bolsa Electrónica de Valores SA (BEVSA)
Organizador:	Cr. Martín Lombardi y Ec. Nicolas Mosca.
Asesor Legal:	Estudio Jurídico Guyer & Regules
Títulos a emitirse:	Títulos Mixtos
Activos del Fideicomiso:	Inmuebles rurales, infraestructura de riego, aparcería, entre otros.
Moneda:	Dólares Americanos
Importe de la Emisión:	Hasta un máximo de USD 100.000.000 (cien millones de dólares). En dos tramos I y II, cada uno de USD 50.000.000 (cincuenta millones de dólares).
Distribuciones:	Anuales, según lo establecido en el prospecto
Calificadora de Riesgo:	CARE calificadora de Riesgo
Calificación de Riesgo:	BBB.uy

2. El análisis jurídico

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

Luego de la descripción del plan de negocios y de listar los documentos que se analizaron y antes de entrar en su análisis pormenorizado adelanta opinión estableciendo que: *"De la compulsión de esta documentación y sin desmedro de los desarrollos que subsiguen, como concepto general entendemos que se cumplen las disposiciones legales y reglamentarias disciplinadas para el fideicomiso financiero en cuanto a su constitución formal y capacidad de los contrayentes. En cuanto al fondo, no apreciamos problemas estructurales que comprometan en forma insalvable el cumplimiento de los Certificados Mixtos a ser emitidos."*

El informe recorre diferentes aspectos del contrato de fideicomiso, - por ejemplo objeto, plazo, - y también analiza las contingencias subjetivas (del fiduciario, del agente/aparcero y de los fideicomitentes beneficiarios) y las objetivas (las autorizaciones administrativas y la delimitación de obligaciones e Incumplimiento grave del Operador y del agente aparcero).

Analiza también las modalidades de explotación agraria con sus contratos respectivos, las actividades accesorias y la explotación excepcional, así como la función del comité de vigilancia.

Se detiene en el régimen de responsabilidad de las partes y aporta finalmente sus conclusiones de las que se extrae:

"...La estructura convencional cumple con los requisitos legales de constitución formal, individualización y publicidad de la propiedad fiduciaria así como la oponibilidad (artículos 2, 6 y 17 de la ley 17.703) y se previene su presentación al Banco Central del Uruguay a los efectos de lo previsto por el artículo 12 del Decreto Reglamentario 516/003...."

"...Resultan de aplicación y están previstas en la estructura, las disposiciones de la Ley 18.627 y la RNMV del BCU, tanto sobre las exigencias para la emisión como las que debe observar el Fiduciario en su rol de Entidad Registrante de los Títulos y BEVSA como Entidad Representante de los Titulares."

Finalmente concluye:

En síntesis y contemplando todos los aspectos involucrados, el negocio fiduciario proyectado cuenta con un razonable grado de cobertura, no advirtiendo riesgos jurídicos asociados al 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, al tratarse además de una segunda operación de las mismas características, se concluye que el *riesgo jurídico de estructura se considera casi nulo*.

Riesgo por iliquidez. Los títulos 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: Winterbotham Fiduciaria SA en su condición de emisora y fiduciaria del fideicomiso financiero, y Agropecuaria del Litoral SA en su condición de operador y fideicomitente. Se trata de evaluar la capacidad de gestionar, de administrar un patrimonio, para lograr el cumplimiento de las obligaciones de administración que se establecen en el contrato que constituye el fideicomiso. Integra este análisis el ajuste de la fiduciaria a las disposiciones nacionales jurídicas vigentes.

Más allá del juicio particular que se emite a continuación para ambos actores, es importante destacar que se trata de una segunda operación, totalmente análoga a una anterior y que, hasta el momento se viene desarrollando satisfactoriamente. Efectivamente, dicha operación dio comienzo en setiembre de 2018, fecha en que se procedió a la suscripción de valores por USD 50 millones, y que, de acuerdo a la última actualización (abril de 2021) se llevan integrados 90 % de los fondos suscriptos con los cuales se llevan adquiridos campos por un valor del orden de USD 36 millones. En consecuencia, se considera el antecedente más relevante en esta evaluación.

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 31/12/20. De los mismos se extrae la información que se expone en los cuadros siguientes:

Cuadro 1 Estado de Situación de Winterbotham (miles \$)			
Concepto	31/12/2020	31/12/2019	31/12/2018
Activo	51.811	39.529	29.289
Activo Corriente	11.869	4.000	1.419
Activo no Corriente	39.942	35.528	27.870
Pasivo	30.747	26.020	17.949
Pasivo Corriente	4.284	2.788	1.420
Pasivo no Corriente	26.463	23.233	16.529
Patrimonio	21.064	13.508	11.340
Total Pasivo y Patrimonio	51.811	39.529	29.289
Razón Corriente	2,77	1,43	1,00

Fuente: EE.CC Winterbotham

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

Concepto	31/12/2020	31/12/2019	31/12/2018
Ingreso de actividades ordinarias	19.057	10.017	5.176
Gastos de Administración	(10.241)	(8.104)	(4.865)
Resultado Operativo	8.815	1.913	311
Resultados de inversiones y financiamiento	1.422	1.028	771
Resultados antes de Impuestos	10.237	2.941	1.083
Impuesto a la Renta	(2.681)	(772)	(331)
Resultado del Periodo	7.556	2.169	752

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 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. Agropecuaria del Litoral SA (ADL)

Es, como se ha dicho, el operador y fideicomitente. Se trata en este caso de la evaluación acerca de su capacidad de ejecutar el proyecto productivo. CARE ha formado su juicio a través de la información siguiente: información proporcionada por la firma a través del Prospecto Informativo, de sus EE.CC, de entrevistas con los principales de la misma y, particularmente, por el desempeño acreditado en la ejecución y administración de un plan de negocios análogo al que se califica en esta oportunidad. De todos estos aspectos, que componen la opinión del Comité, se da cuenta a continuación en forma resumida. Una descripción más detallada puede consultarse en el Prospecto Informativo.

ADL fue constituida con el nombre DEMILOR SA en 2002; posteriormente, por resolución de Asamblea Extraordinaria de 14 de diciembre de 2004 se modificó su nombre por el actual "AGROPECUARIA DEL LITORAL S.A". Cuenta con un capital social de \$ 1.200.000 representado en títulos físicos nominativos en un 100 % a nombre de personas físicas y un patrimonio superior a \$ 377 millones. Nace con el objetivo específico de dedicarse a la producción agropecuaria, más específicamente a la agricultura aunque también, aunque en menor medida, a la ganadería. Posee el 100 % de las acciones de Cosechas del Litoral SA, empresa que no realiza operaciones y que es propietaria de tierras que arrienda a ADL SA para su explotación.

En esta operación, actuará como Aparcerero su empresa vinculada Agronegocios del Litoral SA (AL). Bajo el Contrato de Operación, ADL se constituye en fiador solidario de todas las obligaciones que asuma AL bajo los Contratos de Aparcería. En definitiva, lo relevante es analizar la capacidad del Operador (ADL), responsable último de toda la operación cuyo personal clave, por otra parte, es compartido con AL.

Entre los años 2013 al 2016 decide diversificarse incursionando en el sector Real Estate, fundamentalmente en España. A partir de 2018 la firma declara

iniciar un proceso de toma de ganancias y desinversión en este sector para focalizarse, nuevamente, en la actividad agropecuaria.

Es así que en 2018 crea el Fideicomiso Financiero Tierras del Litoral (antecedente inmediato del que nos ocupa en esta ocasión) con una emisión de títulos mixtos de USD 50 millones de los cuales ya ha recibido USD 45 millones, mayormente invertidos en la compra de campos.

Actualmente ADL explota unas 15.000 hectáreas entre propias y arrendadas incluyendo las del fideicomiso citado. Esta superficie se distribuye en unos 24 establecimientos, todos ellos ubicados en el litoral oeste del país, entre Colonia y Paysandú. Es de destacar dos establecimientos propios, La Sorpresa en Colonia y Santa Margarita en Río Negro en donde ADL ha realizado inversiones en riego por un monto superior a los USD 2.3 millones para llevar adelante una explotación agrícola bajo riego que abarca unas 1.100 hectáreas en una modalidad similar a la propuesta en esta operación. En total cuenta con unas 2.300 hectáreas en propiedad.

Estructura societaria y equipo de trabajo:

- Ing. Eduardo Baglietto, socio
- Ing. Ignacio Baglietto, socio y CEO. Argentino, es Ingeniero Industrial, Master en Finanzas con 14 años de experiencia en el mercado agropecuario.
- Ing. Federico Frick, asociado en la operación. Uruguayo, Ingeniero Agrónomo, Master en Business, 14 años de experiencia en el mercado agropecuario de Argentina y Uruguay.

Equipo de trabajo

- Ing. Ignacio Baglietto, Dirección General
- Ing. Federico Frick, Responsable General de Operaciones que dirige un equipo de unas 20 personas subdivididos en 4 grupos según ubicación geográfica de los campos.
- Cr. Christian Chanquet, Contador Público al frente de la administración, dirige un equipo de 4 personas.

La firma se organiza en tres unidades de negocio que funcionan como si fueran empresas independientes:

- a) Unidad Operativa: realiza la explotación de todos los campos a los cuales se les fija un arrendamiento (ficticio en el caso de campos propios) según valor de mercado, de forma de tener identificados los resultados económicos de esta unidad.
- b) Unidad Maquinarias: esta unidad es la titular de la maquinaria agrícola y presta servicios a la Unidad Operativa y, eventualmente, a terceros.
- c) Unidad Inmobiliaria: es la propietaria de los campos de ADL que arrienda a la Unidad Operativa.

Situación económico financiera

ADL cierra ejercicio el 30 de junio de cada año siguiendo la lógica de los ejercicios agropecuarios. Cuenta con informes de auditoría por parte de la firma Baker Tilly Uruguay. Es propietaria del 100 % del paquete accionario de

Cosechas del Litoral SA (CDL) y tiene inversiones en el Fideicomiso Financiero Tierras del Litoral por casi USD 1.8 millones estando previsto alcanzar un máximo de hasta USD 2.5 millones. Sin mencionar inversiones en otras áreas como la ya citada Real Estate. En esta operación, se compromete a suscribir el 5 % del total ofrecido.

Como se ha dicho, CARE, en tanto calificador del Fideicomiso³ de referencia viene siguiendo la trayectoria de la firma desde la creación del mismo, no encontrando reparos ni en su idoneidad como operador ni en su solidez económica y financiera que permita suponer un riesgo para los compromisos que asume en esta operación. Adicionalmente, en el Prospecto Informativo de esta operación, la firma declara haber obtenido un EBITDA⁴ promedio de USD 1.8 millones anuales entre 2009 y 2019. Asimismo declara indicadores técnicos de producción sumamente satisfactorios. El último balance presentado a CARE fue al cierre del 30/6/2020 y del análisis del mismo no hay nada que haga suponer un riesgo en su funcionamiento.

En definitiva, se concluye que ADL está capacitada para realizar las tareas a que se compromete en esta operación en todos los roles previstos (identificando campos, diseñando el modelo productivo, incluyendo inversiones en riego y explotándolos ya sea como aparcerero o arrendatario.

Por otra parte, la actividad de ADL está enmarcada en un fideicomiso, con todo lo que ello implica en cuanto a la administración de un patrimonio autónomo por parte de una entidad especializada y registrada en el BCU, con protocolos de actuación perfectamente detallados en los contratos respectivos y con un diseño de explotación en régimen de aparcería y/o arrendamiento que implica que el fideicomiso no asume riesgos operativos sino que los mismos son de cuenta del operador.

Por último y como es de rigor en estos casos, se prevé la creación de una Asamblea de Titulares y un Comité de Vigilancia que junto con la propia Fiduciaria, tendrán la tarea de contralor de todo lo actuado.

En conclusión, este Comité considera que Agropecuaria del Litoral S.A. está en condiciones de realizar satisfactoriamente aquellas acciones que posibiliten el cumplimiento del plan de negocios del presente Fideicomiso, incluyendo su compromiso de suscripción e integración de los títulos tal cual se establece en los contratos respectivos.

El Fideicomiso

El Fideicomiso Financiero previsto se constituirá con la firma del contrato previsto entre el Fiduciario, Winterbotham Fiduciaria S.A. Administradora de Fondos de Inversión; Agropecuaria del Litoral SA, en su calidad de Fideicomitente en la medida que se obliga a suscribir e integrar parte de los Títulos Mixtos (5 %) y BEVSA que suscribe el contrato en calidad de Entidad Representante de los futuros Beneficiarios. Tendrá un plazo de 15 años, en principio.

El Programa de Emisión estará compuesto por valores que serán Títulos Mixtos escriturales de oferta pública y se emitirán por hasta un máximo de USD 100 millones y un mínimo de USD 50 millones. Sin perjuicio de ello, luego de integrados y emitidos Valores por USD 50 millones ("Tramo I"), los

³ actualización al mes de abril 2021 recibió la calificación de BBB. uy de grado inversor.

⁴ Ganancia antes de impuestos, intereses y amortizaciones

Beneficiarios Supra Mayoritarios podrán dejar sin efecto la obligación de realizar futuras integraciones por el monto suscripto que falte integrar ("Tramo II"), dejando constancia en el acta respectiva de los motivos que fundan.

El componente de deuda de los valores a emitir será 25 % pagaderos al final del período y devengarán un interés efectivo anual de 5 %.

El plan de negocios a desarrollar se describe en otra sección de este informe.

4. Riesgos considerados:

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

Riesgo administración, considerando la idoneidad para cumplir con la función de ADL SA y Winterbotham. En virtud de todos los análisis practicados; considerando su experiencia previa; considerando también su compromiso con el proyecto; teniendo presente el seguimiento que hará el Fiduciario de aspectos centrales para su desempeño así como el Comité de Vigilancia con amplias atribuciones; se considera que el *riesgo de incumplimiento de la administradora con las responsabilidades del proyecto es 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 bajo.*

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

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

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 Tierras del Litoral II” es obtener rentabilidad para los inversores a través de la valorización de los campos adquiridos así como de los ingresos logrados a través de la explotación de esos inmuebles mediante distintos esquemas de aparcería, medianería y arrendamiento, lograda en parte, bajo riego. El Fideicomiso Financiero Tierras del Litoral II es constituido con el objeto de adquirir inmuebles rurales en las zonas de mejores tierras de la República Oriental del Uruguay, con aptitud agrícola, en los cuales se incorporará valor a través de la instalación en los mismos de sistemas de riego, con cargo al patrimonio fiduciario. En efecto, las inversiones en riego determinan un aumento en la producción y con ello producen un incremento en el valor de la hectárea, que se adiciona al aumento tendencial.

Por tanto, el Patrimonio Fiduciario estará constituido por los siguientes bienes y derechos que conforman el presente Fideicomiso, y constituyen la única fuente de pago de los Valores:

- a. cualquier bien o derecho derivado o producido, directa o indirectamente, de los bienes o activos (tangibles o intangibles) del Fideicomiso (muebles o inmuebles)
- b. los montos resultantes de la integración de los Valores objeto de la Emisión y los intereses abonados por cualquier Titular Moroso (de corresponder);
- c. los Inmuebles, y las mejoras e inversiones (incluyendo las Inversiones de Riego) realizadas en ellos, si correspondiere;
- d. los derechos y garantías emergentes de los boletos de reserva, compromisos o promesas de compraventa, promesas de enajenación de inmuebles a plazos o transferencias definitivas relativas a los Inmuebles (tanto cuando el Fideicomiso es adquirente como si fuera enajenante);
- e. las Inversiones Permitidas y el Resultado de las Inversiones Permitidas;
- f. los fondos y/o derechos que se generen bajo los Arrendamientos, Contratos de Aparcería Actividades Accesorias, y/o la Explotación Excepcional (de corresponder);
- g. los fondos existentes en la Cuenta Fiduciaria y Cuenta de Gastos o que correspondan a la Reserva para Gastos de Mantenimiento y Mejoras;
- h. los derechos emergentes de las garantías constituidas a favor del Fideicomiso bajo los Arrendamientos (si fuere el caso), Aparcerías o cualquier otro contrato celebrado por el Fiduciario en su calidad de tal, y
- i. las indemnizaciones que se perciban bajo los Seguros contratados por el Fideicomiso.

Las proyecciones económicas se presentan por un período igual a la duración del fideicomiso, o sea 15 años, sin considerar la posibilidad de extender el plazo por tres años más. El modelo de negocios se sustenta bajo el supuesto de adquirir aproximadamente 12.000 hectáreas con alto potencial agrícola y de riego.

Cuadro 3: Superficie y uso del suelo

Concepto	Hectáreas	Porcentaje
Superficie Total	11.958	100%
Superficie Agrícola	6.901	58%
Secano	2.835	40%
Riego	4.066	60%
Superficie ganadera	2.860	24%
Superficie Forestal	1.567	13%
Otros	630	5%

Fuente: El Prospecto

Los supuestos utilizados en las proyecciones presentadas en el prospecto y que son en su mayoría compartidos por CARE son:

- **Razonable monto asignado a la inversión inicial.** Se estima un 85% de la inversión total para la compra de tierras y un 13,6% del valor de la tierra para las inversiones en riego. El precio promedio de compra de la tierra durante todo el período de inversión se estimó en 7.000 dólares la hectárea.
- **Estimación completa de gastos.** Se consideran todos los gastos esperados.
- **Ingresos por aparcería.**
 - o Los rendimientos iniciales esperados son razonables y están basados en los promedios de FUCREA y la propia información de ADL para las zonas y los tipos de campo que el Fideicomiso pretende adquirir. Se proyecta que los rindes crezcan 2% anual que es una tasa de crecimiento razonable de largo plazo. En los últimos 20 años los incrementos anuales en la producción por hectárea fueron entre 2 y 3.5% según diferentes cultivos.
 - o Los precios iniciales resultan relativamente altos si se comparan con los años más recientes ya que si bien son valores menores a lo de la actual coyuntura son elevados en comparación con lo que hasta el momento venían manejando diferentes organismos que realizan proyecciones. Se proyecta asimismo un crecimiento de 3,5% anual, lo que resultaría un poco elevado ya que la información internacional disponible coincide en que los precios de los granos crecerán en valores nominales la próxima década, pero por debajo de la inflación del dólar, manteniéndose o cayendo en términos reales⁵.
 - o El porcentaje de aparcería agrícola para el fideicomiso será de un 20% en general, excepto para el caso de la soja regada que variará entre el 21 y el 23% dependiendo de su precio. Será de 21% si el precio es menor de 330 USD/ton, del 23% si el precio es mayor a 400 USD/ton y de 22% si el precio se ubica entre 330 y 400 USD/ton. Se establece un pago mínimo de 500 kilos de soja por hectárea agrícola.

⁵. Perspectivas Agrícolas FAO-OCDE 2020-2029 (julio de 2020); USDA Agricultural Projections to 2030 (febrero 2021); Banco Mundial-Commodity Markets Outlook (abril 2021) y Banco Mundial-Commodity Prices (octubre 2020) y FAO- Índice de Precios de los Alimentos.

- o Se estima un ingreso por arrendamiento de 45 Kg/año de vaca gorda para las áreas ganaderas y de 175 USD/ha para el área forestal.

Cuadro 4. Supuestos básicos al inicio del proyecto

Cultivo	Rendimientos en Kg/ha		Precios en USD/ton
	Secano	Riego	
Trigo	3.524	3.762	233,9
Cebada	3.524	3.762	209,0
Colza	1.681	1.781	402,9
Soja 1	2.462	3.427	411,7
Soja 2	2.171	3.064	
Maiz 1		10.230	237,5
Maiz 2	4.770	7.043	

Fuente: El Prospecto, en base a FUCREA y ADL

• **Incremento anual del valor de los campos del fideicomiso**

- o El punto clave es la estimación del incremento en el valor de los campos. El prospecto supone un 10% inicial por la inversión en riego y luego un 6% anual. El incremento por única vez por la inversión en riego es razonable a juicio de CARE, pero el porcentaje anual de aumento puede parecer alto ya que los incrementos en los precios de la tierra ya fueron muy elevados entre 2005 y 2015. Para CARE un valor razonable de incremento anual del precio de la tierra en el largo plazo debería contemplar un valor aproximado 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% en dólares corrientes como máximo.
- o En el corto plazo, la debilidad del dólar, el fortalecimiento de los precios de los productos agrícolas y una mayor inflación internacional esperada, podría generar aumentos mayores en los precios de la tierra, pero seguramente no se mantengan en el largo plazo.

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

El Proyecto planteado en el prospecto presenta una Tasa Interna de Retorno para el inversor del 8,24% en base a los supuestos físicos y de precios de la tierra comentados en el punto anterior. Como ya se mencionó éstos supuestos son en general razonables para CARE en los aspectos productivos, planteándose algunas reservas en cuanto a la evolución esperada de los precios, ya sea para la tierra como para los productos agrícolas.

Las variables clave en las proyecciones del flujo de fondos refieren a la evolución esperada del precio de la tierra, la evolución esperada del precio de los productos agrícolas y la productividad de la hectárea producto de la implementación de la infraestructura de riego y la proporción de área regada en los campos; motivo por el cuales son la variables que son sensibilizadas en el prospecto.

Por otra parte, existe un diseño del modelo de negocio que mitiga diferentes riesgos inherentes a la actividad agrícola. A continuación se mencionan las más relevantes:

(a) Pago de la aparecería

El contrato de aparecería, hace que el retorno del Fideicomiso esté alineado a la evolución del negocio agrícola. Tanto en lo que refiere a aspectos físicos de la producción como en los relativos al precio de los productos. El contrato prevé que la participación del Dador (el Fideicomiso) en el valor bruto de la producción de invierno y de verano sin riego es del 20%, y para la producción de verano con riego en porcentajes variable (21 a 23%) dependiendo de los precios del mercado. Asimismo, y a los efectos de generar mayores certezas para los inversores, el operador se obliga a abonar al Fideicomiso por la totalidad de las hectáreas bajo explotación agrícola un monto mínimo anual equivalente a 500 kg. de soja por hectárea y por año, menos los costos comerciales. Este valor mínimo podría operar en situaciones extremas en donde por algún motivo los rendimientos de los diferentes cultivos fueran en todos los casos particularmente bajos.

(b) Estrategia de cobertura para la volatilidad de corto plazo de precios.

La política de comercialización realizada por el operador establece un diseño de estrategias de cobertura que reducen la volatilidad del precio de los granos. La comercialización se realiza combinando las diferentes estrategias: ventas en el mercado disponible, coberturas a través de contratos forward, coberturas a través de contratos de futuro (CBOT) y compra de opciones. Este diseño, mitiga en parte el riesgo inherente a la volatilidad de corto plazo del precio de los productos que influyen de forma relevante en el ingreso por aparecería del fideicomiso.

(c) Coberturas de seguros.

Con la implementación de los sistemas de riego a través de Pivot Central, el riesgo de déficit hídrico y sequía están adecuadamente mitigados. Para prevenir aún más los eventos más frecuentes que afectan la producción, el aparcerero implementará una política de seguros. Este diseño (sistemas de riego y coberturas de seguros) mitiga en parte el riesgo inherente a la fase productiva.

En el cuadro 5, se presenta un análisis de sensibilidad elaborado por el estructurador, sobre la base de una variación, al alza y a la baja en las variaciones de los precios de los granos y en los rendimientos esperados. Del mismo surge una TIR entre 7,58% y 9,03%.

Cuadro 5. Sensibilidad de la TIR a la variación en los rendimientos de los cultivos y los precios de los granos

TIR Fideicomiso	Variación en los rendimientos					
		80%	90%	100%	110%	120%
Variación en los precios	80%	7,58%	7,71%	7,84%	7,96%	8,09%
	90%	7,75%	7,90%	8,04%	8,19%	8,33%
	100%	7,91%	8,07%	8,24%	8,40%	8,57%
	110%	8,06%	8,24%	8,43%	8,61%	8,80%
	120%	8,21%	8,41%	8,62%	8,82%	9,03%

Fuente: El Prospecto

En el cuadro 6, el estructurador expone la respuesta del retorno, según variaciones en las proyecciones de las tasas de valorización de la tierra con variaciones en más y en menos en los rendimientos esperados. Se observa que en el escenario más desfavorable, (aumento del precio de la tierra anual de un 4% y reducción de un 20% en la variación de los precios), la TIR del inversor se situaría en 6,36%. Vale la pena mencionar que el precio de venta de la tierra representa el 73% de los ingresos del fideicomiso lo que explica la mayor sensibilidad de esta variable.

El precio de la tierra ha evidenciado en Uruguay y en el mundo una tendencia de largo plazo creciente. Es un bien escaso, que conjuntamente con una demanda creciente de alimentos en el mundo presiona al alza el valor de este factor de producción. Asimismo, el avance tecnológico, que aumenta la productividad, hace que se valore aún más (ver Sección V). A su vez, la liquidación final del activo tierra puede diferirse hasta tres años, de modo de mitigar una eventual baja de precios en el año 15.

Cuadro 6. Sensibilidad de la TIR a la tasa de crecimiento anual (CAGR) en el valor de venta de la tierra y la variación de los precios.

TIR Fideicomiso		% CAGR Valor Tierra				
		4,00%	6,00%	8,00%	10,00%	12,00%
Variación en los precios	80%	6,44%	7,84%	9,33%	10,91%	12,55%
	90%	6,66%	8,04%	9,52%	11,08%	12,71%
	100%	6,88%	8,24%	9,70%	11,24%	12,86%
	110%	7,08%	8,43%	9,87%	11,40%	13,01%
	120%	7,29%	8,62%	10,04%	11,56%	13,15%

Fuente: El Prospecto

Finalmente, en el cuadro 7 el estructurador sensibiliza la variación esperada en el incremento del precio de la tierra con la variación en los rendimientos. Como puede observarse los resultados son muy similares ya que ambas variables (precios y rendimientos) juegan de la misma forma en los ingresos del fideicomiso.

Cuadro 7. Sensibilidad de la TIR a la tasa de crecimiento anual (CAGR) en el valor de venta de la tierra y la variación de los rendimientos

TIR Fideicomiso		% CAGR Valor Tierra				
		4,00%	6,00%	8,00%	10,00%	12,00%
Variación en los rendimientos	80%	6,52%	7,91%	9,39%	10,97%	12,61%
	90%	6,70%	8,07%	9,55%	11,10%	12,73%
	100%	6,88%	8,24%	9,70%	11,24%	12,86%
	110%	7,06%	8,40%	9,85%	11,38%	12,99%
	120%	7,24%	8,57%	10,00%	11,52%	13,12%

Fuente: El Prospecto

3. Replanteo del Flujo de Fondos

En el flujo de fondos presentado en el Prospecto, los supuestos fundamentales para la obtención de la TIR a juicio de CARE resultan levemente optimistas, especialmente los que refieren a la evolución de los precios de la tierra y de los granos. Si bien los valores considerados están adecuadamente sustentados CARE considera pertinente utilizar valores más conservadores.

En relación a los precios de los granos, las proyecciones para la próxima década de casi todos los especialistas coinciden en que la evolución sería algo menor que el promedio utilizado por el estructurador en el modelo, que lo situó en 3,5% en general (véase Sección V). En relación al precio de la tierra, si bien el 6 % está por debajo del comportamiento histórico, podría verificarse un incremento menor habida cuenta que los valores ya se han ajustado al alza entre 2004 y 2015. Para CARE, como ya fuera comentado, un incremento razonable para el aumento en el largo plazo para el precio de la tierra debería estar entre 3 y 4%, contemplando de esta manera la inflación del dólar y el incremento de la productividad de la tierra.

Sobre el modelo presentado por el estructurador, CARE realizó algunas sensibilizaciones adicionales sobre la base de menores variaciones que las consideradas para evolución del precio de la tierra y de los precios de los productos. Los resultados se presentan en el siguiente cuadro

Cuadro 8. Sensibilidad de la TIR a diferentes tasas de evolución del precio de los productos e incrementos en el valor de la tierra

		% de aumento del precio de la tierra			
		5,0%	4,0%	3,0%	2,0%
Variación de los precios de los granos	3,00%	7,2%	6,6%	5,9%	5,3%
	2,00%	7,1%	6,2%	5,3%	4,5%
	1,50%	6,3%	5,6%	4,9%	4,1%

Fuente: CARE

Los resultados muestran que incluso en la situación en la que los incrementos en los precios de la tierra fueran del 2% anual y el de los granos 1,5% anual durante los 15 años, la TIR tendría un valor en torno al 4%. También puede observarse en el cuadro que la evolución del precio de la tierra tiene un mayor impacto en la TIR que el de los granos.

En la situación más probable a juicio de CARE (aumento del 2% en los precios de los productos y un 4% en el precio de la tierra la TIR sería del 6,2%.

Importa destacar finalmente que la fortaleza para este fideicomiso implica la inexistencia de vacancia en la explotación de los campos, ya que desde el inicio y durante toda la vigencia del proyecto, los predios son explotados por el operador bajo la forma de aparcería, aunque podría haber hasta un 25% de la superficie agrícola bajo arrendamiento.

4. Análisis de riesgo, escenario volátil.

Con el objetivo de sensibilizar aún más la tasa interna de retorno (TIR) del Proyecto y el valor actual neto (VAN), se realizó un análisis de sensibilidad apoyado en el método de simulación Monte Carlo. Éste consiste en asignar distribuciones de frecuencia a algunas variables exógenas del modelo, de forma de generar aleatoriedad al análisis.

Para definir las variables a sensibilizar se optó por considerar aquellas más relevantes dentro de los ingresos, y más específicamente sobre los precios, en la medida que son las variables en las que el proyecto no tiene incidencia. En este sentido, se definieron como variables claves del proyecto a la tasa de crecimiento de los precios de venta de los granos así como la tasa de crecimiento del precio de venta de la tierra. Para ambas variables se asume una distribución triangular.

Para el caso de la variación del precio de los commodities, tomando en cuenta las últimas estimaciones de largo plazo, se asumió como valor más probable 1,5%, estresando un poco más el modelo respecto de su valor marcado en el prospecto. A su vez, para las cotas superior e inferior se asumió un valor de +3,5% y - 0,5% respectivamente de forma de que los escenarios negativos tengan el mismo peso que los positivos.

Para el caso del precio de la tierra, se optó como valor más probable 4%, en vez del valor del prospecto (6%) de forma de estresar el modelo. A su vez, se consideró una cota superior e inferior del 2% por encima y por debajo del valor más probable.

Cuadro 9. Variables sensibilizadas y distribución adoptada

Variable	Distribución	Mínimo	Más probable	Máximo
Variación anual del precio de la tierra	Triangular	2%	4%	6%
Variación anual del precio de los granos	Triangular	-0.5%	1.5%	3.5%

Fuente: CARE

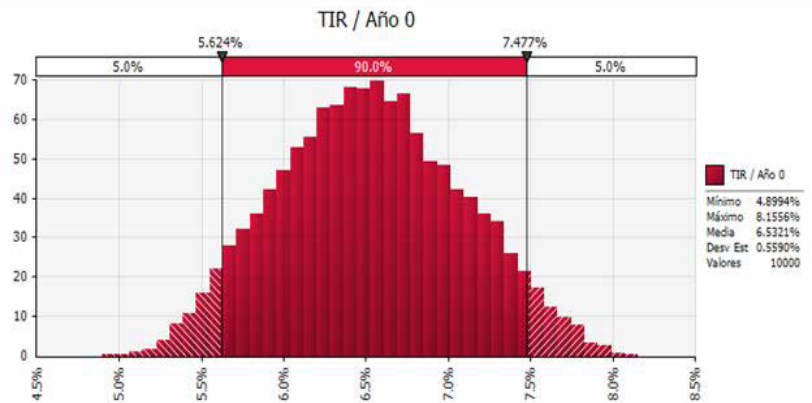
Con estas definiciones se estimó la distribución de la tasa interna de retorno (TIR) y del valor actual neto (VAN), en este último caso asumiendo que la tasa de descuento es el valor ajustado en el presente trabajo (5,4%), ambas resultantes de una simulación de 10.000 iteraciones, con el método de muestreo de Montecarlo, a través del software @risk.

Cuadro 10. Rentabilidad del Proyecto simulada

VARIABLE	Mínimo	Promedio	Máximo
TIR (%)	4.90%	6.53%	8.16%
VAN (U\$S millones)	-5.17	12.99	33.90

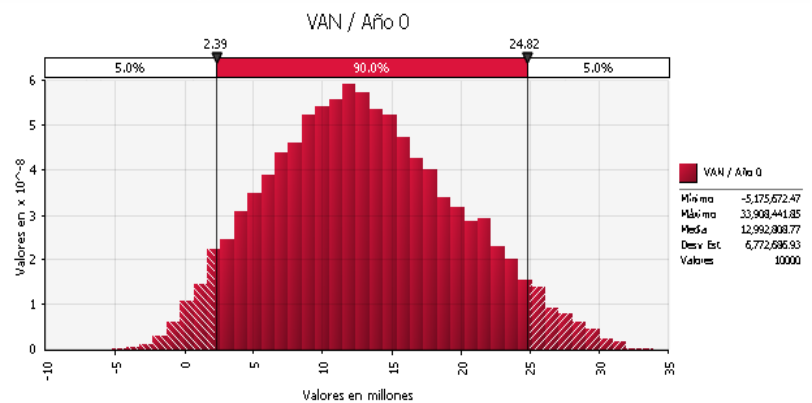
Fuente: CARE

FIGURA 1. Histograma de la TIR y estadísticos descriptivos



Del análisis de las salidas del software se desprende que en el 90% de los casos la TIR se encuentra entre 5,62% y 7,48%. A su vez, tomando en cuenta la tasa de descuento recalculada para la sensibilización (5,40%), prácticamente el 98% de las veces la TIR se encuentra por encima de ella.

FIGURA 2. Histograma del VAN y estadísticos descriptivos



Observando el comportamiento del VAN, puede verse que en el 90% de los casos el VAN se encuentra entre U\$S 2,4 millones y U\$S 24,8 millones. A su vez, tomando en cuenta la tasa de descuento recalculada para la sensibilización (5,4%), prácticamente el 98% de las veces el VAN resulta positivo.

Se concluye que el modelo muestra resultados robustos ante escenarios exigentes planteados en la sensibilización.

Frente a lo anterior, CARE se propuso forzar aún más las contingencias adversas y supuso que tanto la tasa de variación del precio de la tierra como el de los precios de los productos fuese nulo (situación altamente improbable). Ante ese escenario, la TIR del inversor alcanzaría un 1%.

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

5. Costo del capital y Valor Presente Neto del Proyecto

Con el objetivo de testear algunos supuestos introducidos en las proyecciones del plan de negocios presentado, CARE profundizó el análisis del costo de oportunidad del capital para descontar los flujos de fondos. Para ello se calculó el costo promedio ponderado del capital (WACC⁶) del presente proyecto.

El Costo Promedio Ponderado del Capital (WACC) es una tasa de descuento que mide el costo de capital utilizado para invertir en el proyecto y se define como la media ponderada entre la proporción de recursos propios y la proporción de recursos ajenos (como la deuda); el valor así obtenido es la tasa de descuento que se emplea para descontar el flujo de fondos del proyecto. En este caso el costo de la deuda sería la tasa de interés correspondiente al componente deuda de los títulos mixtos, o sea el 25% de la inversión, mientras que el de los recursos propios es el costo de oportunidad del componente participación (75%). A continuación, se presenta la fórmula de cálculo del costo de los recursos financieros del proyecto.

$$WACC = E(r_i) * \frac{E}{E + D} + r_d * (1 - t) * \frac{D}{E + D}$$

Donde:

E(ri): Tasa de retorno esperada del capital (propio)

E: Capital propio (CPs)

D: Deuda (crédito de largo plazo)

Rd: tasa de interés de la deuda (es el 5%, establecido en los títulos mixtos).

t: tasa de impuesto corporativo

El punto fundamental para el cálculo del WACC es la estimación de la retribución de los fondos propios (E(ri)); Para esto se utilizó el modelo de valoración CAPM (Capital Asset Pricing Model) y, siguiendo a Damodaran⁷ 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:

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

Dónde:

E(ri) :Tasa de retorno esperada del capital

rf: Tasa libre de riesgo (Bono Treasury USA)

β_{im} :Riesgo sistemático propio respecto del riesgo de mercado⁸

(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 variable⁹ y la tasa libre de riesgo)

Er_p:Prima por riesgo específico a la compañía o proyecto evaluado¹⁰

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 (5 a 7%), así como también los valores muy bajos de los últimos años (cerca de cero en 2020)

⁶. Weighted Average Cost of Capital

⁷. A. Damodaran, "Estimating Equity Risk Premiums" Stern School of Business.

⁸. Se consideraron los betas promedio de empresas de producción primaria de bienes agrícolas en mercados emergentes según A. Damodaran

⁹. Equity Risk Premium del S&P 500

¹⁰. Se consideró la prima del riesgo país (Uruguay)

En los últimos diez años, ese rendimiento se ubicó en 2,11%, mientras que actualmente está en el entorno del 1,5%¹¹.

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 mediano plazo.

El parámetro “beta unlevered” de Damodaram, para enero de 2021 se ubica en 0,66 (0,63 para el promedio de los últimos 5 años) lo que indica que la inversión en la producción de productos agrícolas 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 1,96% y para el riesgo país (índice UBI) se consideraron 1,63 puntos básicos, que más allá de la contingencia sanitaria actual refleja adecuadamente lo ocurrido en los últimos 5 años.

Aplicando estos valores se llega a una tasa de retorno esperada para el capital propio del 5,40%. Este porcentaje es inferior a la TIR esperada del proyecto ajustada a los criterios de la Calificadora (6,2%), lo que nos indicaría que la tasa prevista es superior a la teórica. Si bien estas comparaciones no pueden tomarse en sentido estricto, constituyen una referencia que – entre otras – ayuda a conformar un juicio acerca de la inversión.

El costo de oportunidad del capital propio con los parámetros actuales es bajo si se compara con el pasado, y esto es consecuencia de la caída en los retornos de los bonos del tesoro de EEUU (tasa libre de riesgo) y del riesgo país.

Finalmente, si consideramos esta tasa junto a la del costo del crédito (tasa de interés del componente deuda) y las participaciones de ambas fuentes de financiamiento, la tasa de descuento (WACC) aplicable a este proyecto sería de 5,25%, inferior también a la TIR esperada.

El Valor Presente Neto del proyecto considerando los criterios de la Calificadora y el WACC de 5,25% es de 10.580.157

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

Riesgos considerados:

Riesgo de generación de flujos. A partir de lo anterior se trata de señalar la capacidad de generar los flujos en el plazo pactado. Considerando además el permanente seguimiento que permite la estructura del fideicomiso, (protocolos, comité de vigilancia, gobernanza, etc.), *se considera que existe un riesgo bajo.*

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

¹¹. En la actualidad los rendimientos de estos bonos están con tasas relativamente más bajas que el promedio de los últimos 10 años, en el entorno al 1,5%. Durante la peor parte de la crisis sanitaria estuvieron aún mucho más bajas, por debajo del 1%.

V. EL ENTORNO

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

Las proyecciones básicas de largo plazo relativas a las perspectivas agrícolas no se han modificado hasta el momento, a pesar de las condiciones imprevistas originadas por la actual pandemia de la enfermedad por coronavirus (COVID-19) y el comportamiento reciente de los precios internacionales. Luego de una primera respuesta de los precios a la baja por la abrupta caída de la demanda por los efectos de la pandemia en el primer semestre de 2020, se produce un rebote en los precios y hoy -al menos para el corto plazo- las perspectivas para la agricultura parecen más favorables. El índice de precios de los alimentos de la FAO, muestra a mayo de 2021 doce meses seguidos de aumentos, llevando el valor de dicho índice a estar casi un 40% más alto que el mismo mes del año anterior, y situándose apenas un 7,6 % por debajo del valor máximo registrado en febrero de 2011. No obstante ese comportamiento, no se dispone aún de nueva información para el largo plazo y en tal sentido se mantienen las proyecciones en cuanto a que la oferta crecerá por encima de la demanda y en consecuencia habrá una tendencia a la disminución de los precios en términos reales, aunque los precios podrán subir nominalmente. Esta tendencia de largo plazo no implica que existan coyunturas favorables (ciclos), como el actual, que pueden durar algunos años.

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

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

5.1 Riesgo Económico y de Mercado

Existe evidencia y razones fundadas para sostener el crecimiento a largo plazo del precio de la tierra, como consecuencia del aumento en la demanda de alimentos, de la mejora de la productividad agrícola y de la inexistencia de margen para la expansión de la frontera agrícola. Resulta claro que la demanda por alimentos tendrá una tendencia creciente de la mano del aumento de la población mundial, la occidentalización del consumo en algunas regiones del mundo, la urbanización, el crecimiento económico de los países emergentes, etc. Por su parte, la oferta también crecería como consecuencia de la aplicación de nuevas tecnologías y una mayor presión sobre los recursos naturales.

5.1.1 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 28,5% de los ingresos brutos refieren a los contratos de aparcería y arrendamiento, y principalmente por la producción agrícola, y en menor medida por la ganadería y la forestación.

Los mercados agrícolas mundiales en el momento actual están atravesando los efectos coyunturales derivados de la pandemia de la COVID-19, los que muy probablemente seguirán por algún tiempo. Teniendo en cuenta que el fideicomiso durará 15 años resulta necesario prever que ocurrirá luego de superada la actual situación con la oferta y con la demanda de alimentos ya que de ello dependerá el comportamiento futuro de los precios.

No obstante esa perspectiva de largo plazo, eso no implica que la oferta y la demanda de alimentos no vaya a enfrentar algunas incertidumbres coyunturales. En lo que respecta a la oferta, debe tenerse presente la propagación de enfermedades y plagas como la peste porcina africana o las invasiones de langostas, la creciente resistencia a las sustancias antimicrobianas, las respuestas reglamentarias a las nuevas técnicas de fitomejoramiento y las respuestas a los fenómenos climáticos extremos. Por lo que respecta a la demanda, las principales incertidumbres refieren al crecimiento económico de los países (desarrollados y emergentes), a la evolución de las dietas, que son un reflejo de las percepciones con respecto a las preocupaciones en materia de salud y sostenibilidad, y las respuestas en el plano de las políticas a las tendencias de la obesidad. La innovación digital en las cadenas de suministro agroalimentarias tendrá importantes repercusiones tanto en la oferta como en la demanda. Por último, los futuros acuerdos comerciales y la evolución de las relaciones comerciales entre varios agentes importantes también repercutirán en los mercados agrícolas.

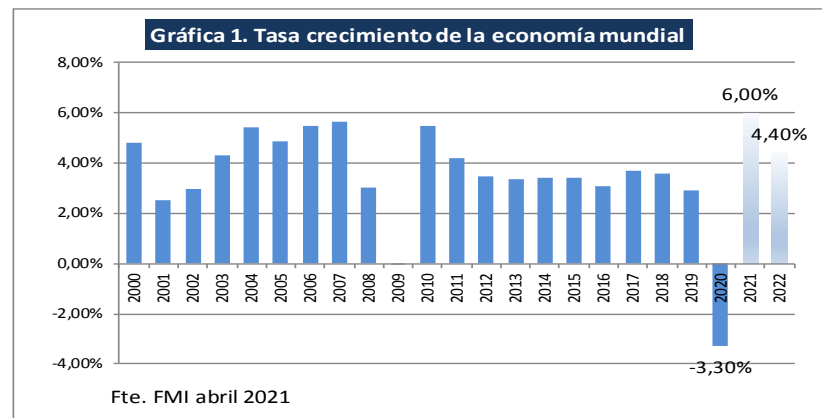
Los precios agrícolas mostraron un fuerte aumento en sus valores a partir de 2005 y hasta el 2017. La producción mundial respondió rápidamente a los estímulos del mercado alcanzando en el año 2017 los mayores niveles para prácticamente todos los cereales, carnes y lácteos. Al mismo tiempo el crecimiento de la demanda comenzó a debilitarse.

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

Las principales causas que impulsaron los precios al alza hasta el 2017 no se mantuvieron y el panorama cambió, manteniéndose los valores deprimidos hasta mediados de 2020. A partir del segundo semestre de 2020, los valores de los principales productos agrícolas comenzaron a recuperarse lo que de confirmarse podría estar evidenciando un nuevo “superciclo” favorable para

la agricultura¹². No obstante CARE consultó diversas fuentes de información, y si bien reconocen la recuperación coyuntural de los valores mantienen por el momento las previsiones de largo plazo sin mayores cambios respecto de los informes pre-pandemia, respecto de que el crecimiento de los precios nominales no lograría compensar la devaluación del dólar¹³.

El Fondo Monetario Internacional (FMI), en sus previsiones de crecimiento de la economía mundial para los próximos años ha venido ajustando sus proyecciones las cuales califican de altamente inciertas dado el impacto que está teniendo la pandemia del Covid19, lo que ha llevado al mundo a transitar por una crisis sin precedentes. En su último informe del 6 de abril de 2021 el FMI estima una caída del 3,3% de la economía mundial para el 2020 y un aumento del 6% para el 2021 y del 4,4% para 2022. La revisión al alza refleja un mayor respaldo fiscal en unas pocas grandes economías, la recuperación prevista para el segundo semestre de 2021 gracias a las vacunas, y la continua adaptación de la actividad económica a la reducción de la movilidad. En el año 2020 solamente China habría crecido, y habría sido un crecimiento del 2,3%.



El último informe del FMI da cuenta de que si bien *“la contracción de la actividad en 2020 fue la mayor de la que se tiene memoria, las extraordinarias medidas de respaldo evitaron consecuencias económicas aun peores. Transcurrido un año de la pandemia de COVID-19, la salida de la crisis sanitaria y económica se ve cada vez más cerca, pero las perspectivas siguen siendo muy inciertas. La firmeza de la recuperación dependerá en gran medida de la rapidez y eficacia de la vacunación en todo el mundo. Las perspectivas están sujetas a gran incertidumbre, relacionada con el curso de la pandemia, la eficacia del respaldo durante la transición hasta que las vacunas faciliten la normalización, y la evolución de las condiciones financieras.”*

El último informe de Perspectivas Agrícolas de OECD-FAO (julio 2020)¹⁴ estimaba que para el próximo decenio, la importancia relativa del uso de alimentos, raciones y biocombustibles no cambiaría sustancialmente, dado que no se prevén grandes cambios estructurales en la demanda de productos básicos agrícolas. El aumento de la población mundial sigue siendo el principal factor de crecimiento, aunque los perfiles de consumo y las tendencias previstas varíen en función del nivel de desarrollo de cada país.

De esta manera, habría que prever una disminución real de los precios de la mayoría de los productos básicos alimenticios como tendencia de largo plazo, como consecuencia de que las mejoras en la productividad dominarían sobre

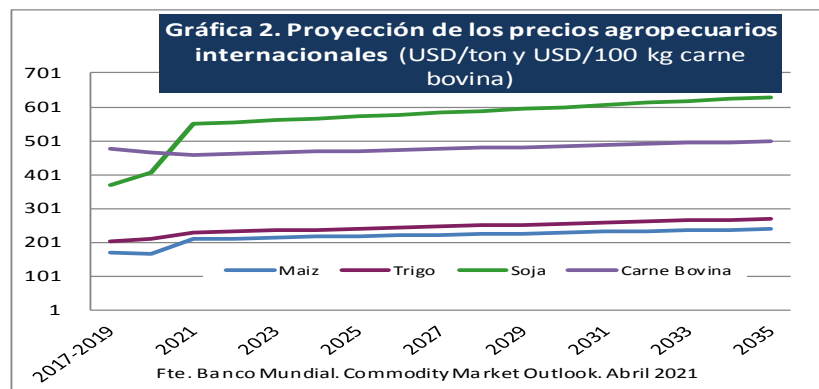
¹². Diversos analistas coinciden en afirmar que ya se está ante un superciclo de precios de las Commodities: JPMorgan, Goldman Sachs.

¹³. Perspectivas Agrícolas FAO-OCDE 2020-2029 (julio de 2020); USDA Agricultural Projections to 2029 (febrero 2021); Banco Mundial-Commodity Prices (octubre 2021) y FAO- Índice de Precios de los Alimentos.

¹⁴. El próximo informe de Perspectivas Agrícolas 2021-2030, se espera que esté publicado para el mes de julio de 2021.

los factores que dan lugar a un aumento de los precios, como las limitaciones de recursos y el aumento de la demanda provocado por el crecimiento de la población y de los ingresos. Esto no implica que en coyunturas especiales los precios se aparten de esa tendencia general, como es lo que estaría ocurriendo en los últimos meses y podría incluso durar algunos años. Las últimas proyecciones a 10 años de FAO-OCDE plantean que habrá pequeños incrementos en los precios nominales (1,7% anual para trigo, 1,8% para maíz, 2,1% para la soja y no habría aumentos para la carne vacuna).

Por su parte, las perspectivas del Banco Mundial (abril de 2021) y el USDA (febrero 2021) coinciden con la visión de FAO-OCDE en describir para el largo plazo un panorama de recuperación muy bajo de los precios de productos agropecuarios durante la próxima década, pero también coinciden en que ese incremento no compensará seguramente la depreciación del dólar y en consecuencia caerían en términos reales. La soja parece ser el producto con mayor crecimiento, y para el caso de las estimaciones de Banco Mundial, los precios podrían ser mayores a la inflación del dólar creciendo un 3% anual en sus proyecciones a 2035



En el siguiente cuadro se presenta un resumen de las proyecciones de los diferentes organismos, pudiéndose observar que solamente en las proyecciones del Banco Mundial a 2035 se esperan aumentos de precios superiores a las inflación americana (para maíz y soja solamente).

Cuadro 11. Tasa de evolución de los precios proyectadas para la década

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

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

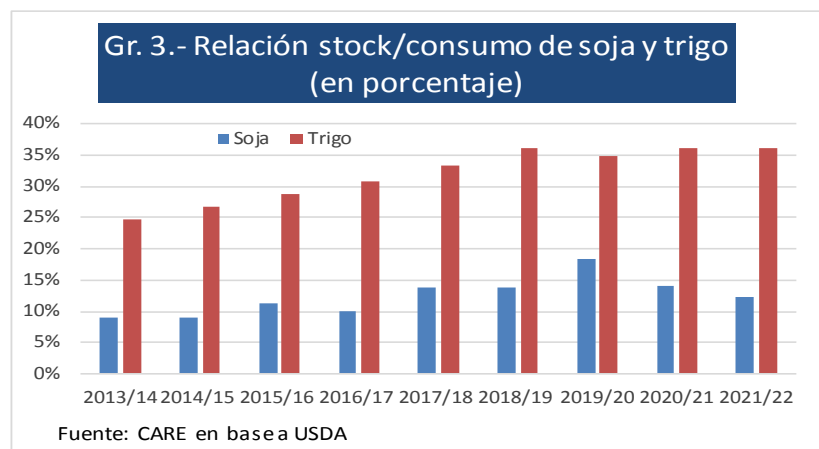
La tendencia de largo plazo parece estar clara, no obstante eso no implica que por situaciones coyunturales la trayectoria de los precios no pueda mostrar desvíos, tal cual parecería ser el caso actual.

En efecto, la FAO releva el *índice de precios de los alimentos*, que es una medida de la variación mensual de los precios internacionales de una canasta de productos alimenticios. Este índice se situó en mayo de 2021 en un promedio de 127,1 puntos, un 4,8% más que en abril y un 39,7% más que en el mismo

período del año pasado. El aumento de mayo representó el mayor incremento intermensual desde octubre de 2010. También supuso la 12.ª subida mensual consecutiva del valor del índice, que alcanzó su valor más elevado desde septiembre de 2011, situándose apenas un 7,6 % por debajo del valor máximo de 137,6 puntos registrado en febrero de 2011. El citado incremento de mayo se debió a un aumento repentino de los precios de los aceites, el azúcar y los cereales unido al afianzamiento de los precios de la carne y los productos lácteos.

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

Del análisis del ratio stocks/consumo surge que efectivamente nos encontramos para el caso de la soja y también del maíz con una relación relativamente baja en términos históricos, lo que refuerza la idea de que al menos para estos rubros las perspectivas para el corto plazo son auspiciosas. Algo similar ocurre en el arroz, los stocks se mantienen en niveles muy bajos lo que determina aumentos en los precios, que se podrán mantener hasta que se recompongan las existencias. Para el caso del trigo la relación de stock/consumo se encuentra en valores relativamente altos todavía pero con tendencia a la estabilidad.



La política monetaria de los Estados Unidos de América y las bajas tasas de interés podrían tener también una incidencia en el valor nominal de las materias primas, ya que de mantenerse o profundizarse la debilidad del dólar los precios podrían seguir subiendo en esa moneda.

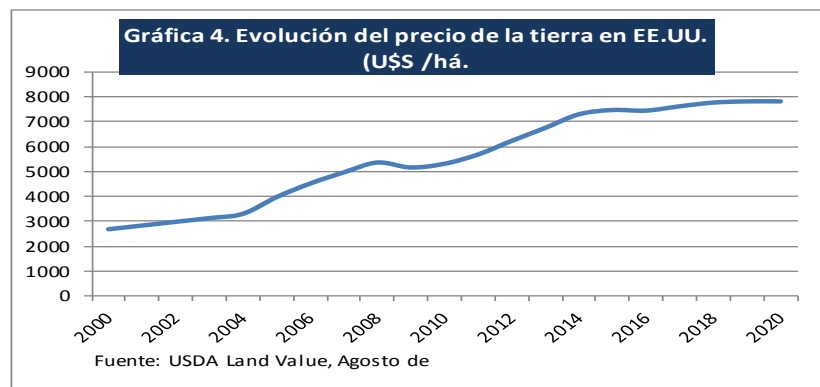
5.1.2. El precio de la tierra

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 siguen siendo alentadoras y ubicarían los precios en niveles crecientes para el corto y mediano plazo, pero a tasas más moderadas que en el pasado. Sin embargo cabría esperar para el corto plazo incrementos en los precios por encima de la tendencia. La baja en la tasa de interés a nivel internacional, la política expansiva de los países desarrollados y la debilidad del dólar, podrían traer efectos positivos a mediano plazo sobre los valores de la tierra debido a un mayor flujo de capitales en búsqueda de activos reales, aunque este efecto no es inmediato.

En este caso se analiza el comportamiento de los precios en los últimos años diferentes países considerados de importancia

En lo que respecta 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 Volcker" y en menor medida, después de la crisis financiera de Lehman Brothers, y en forma muy moderada. Cualquiera de los dos shocks negativos en el nivel de precios, fueron revertidos en pocos años. En 2018 los precios de la tierra (promedio) aumentaron un 2%, para 2019 el USDA reporta un aumento de un 0,6% en términos nominales y para el año 2020 mantiene el mismo valor nominal que en el año anterior. Si se analizan los datos para las tierras agrícolas y para las ganaderas por separado, el comportamiento de la evolución de los precios es el mismo.



El USDA, reporta también el comportamiento de los precios de las tierras irrigadas y sin riego. Para el caso concreto de las tierras del "Corn Belt" (Missouri), el USDA en su reporte de Agosto de 2020, muestra que los precios de las tierras irrigadas se ubican en el entorno de un 40% por encima de las no irrigadas. En zonas más secas, como por ejemplo en California, las tierras irrigadas valen un 180% más que las que no tienen riego.

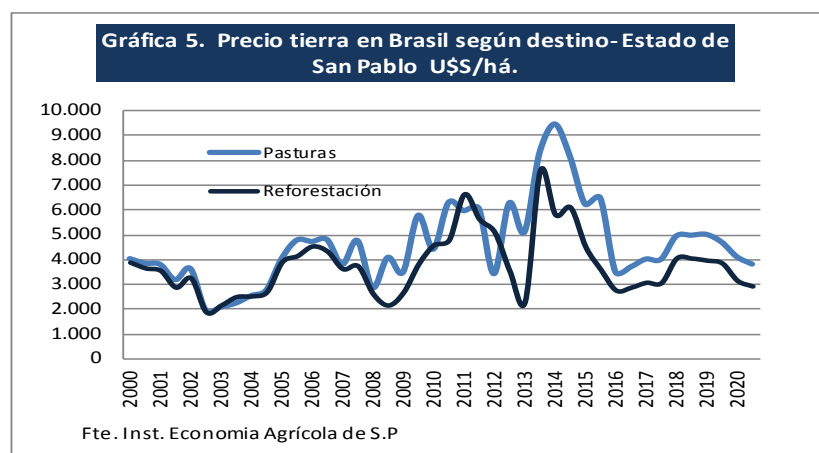
Cuadro 12. Precio de la tierra regada y no regada en el Corn Belt de EEUU (USD/ha)

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

Fuente: elaborado en base a datos de USDA

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

Para el año 2020, último reportado por el Instituto de Economía Agrícola de San Pablo los precios de la tierra habrían caído en forma muy importante en dólares, un 18% para las tierras de pastoreo y un 21% para las de que tienen por destino la silvicultura y pasturas naturales. Esta caída se explica exclusivamente por la devaluación del real que entre 2020 y 2019 perdió más de un 30% de su valor frente al dólar. Por su parte, los precios en reales aumentaron un 7,6% en 2020 respecto de 2019.

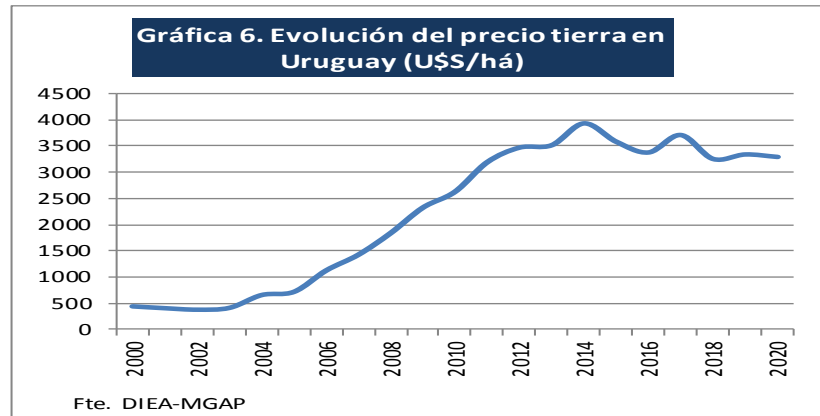


La particular situación de Argentina hace imposible disponer de una serie de precios actualizada y confiable de la tierra. La alta volatilidad de las políticas, las elevadas detracciones a las producciones agrícolas, los desajustes macroeconómicos y las restricciones al manejo de las divisas, generan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

En el caso de Uruguay, la información reportada por DIEA-MGAP para el promedio de las transacciones de tierras da cuenta de una muy fuerte valorización a partir de 2004 y hasta el 2014 cuando se verifica el valor máximo. A partir de 2015 comienza un cierto ajuste a la baja pero con un comportamiento un tanto errático, consecuencia seguramente de un bajo número de transacciones en donde la calidad y la localización de los campos comercializados tienen una gran influencia en los valores medios. Fue así que en 2017 DIEA reportó un aumento de un 9,8% en el valor de la tierra, luego en 2018 la misma oficina da cuenta de una reducción de un 12,3%, en 2019 se reporta un leve aumento de un 2,6% y luego en 2020¹⁵ el precio promedio de la hectárea media del país vuelve a caer, en esta oportunidad en un 1,4%.

¹⁵ "Precio de la Tierra" Compraventas de 2020, publicado en abril de 2021.

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.



Existen otras fuentes de información realizadas por consultoras y operadores del mercado¹⁶, las que tratan de contemplar la calidad de las tierras corrigiendo los valores por el índice CONEAT y de esta forma hacer más comparable los valores. Existe una proporcionalidad comprobada¹⁷ entre el índice de CONEAT y el precio con valores de campo con CONEAT por encima de 100, pero cuando los índices están por debajo de 100, los precios también caen pero no exactamente en la misma proporción que cuando están por encima de 100. Esto básicamente se explica porque muchos de los campos por debajo de 100 son demandados para producciones diferentes a la carne y a la lana (arroz, forestación), rubros considerados para determinar el valor del índice.

Realizando estas correcciones a la información disponible se obtienen series de precios que también muestran un comportamiento muy similar al obtenido por DIEA: un aumento sostenido y muy importante hasta el año 2014 y luego un descenso continuo hasta el presente. Con la diferencia de que ubican el precio actual con una caída mayor (30%) que la que se nota utilizando los valores medios de la Serie de DIEA (16%). Esto se explicaría por la elevada proporción de campos agrícolas y forestales (algunos ya forestados) en las compraventas de los últimos años.

La valorización del precio de la tierra es un componente muy importante de ingreso final del fideicomiso (71,5%) 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 6% (en dólares corrientes) durante 15 años, por lo que resulta importante conocer que ha sucedido en el pasado como forma de tener una cierta aproximación con lo que pueda ocurrir en el futuro.

Para ello CARE analizó con la información de los precios de la tierra (en dólares corrientes) de una serie de 51 años (1970 a 2020) la variación anual en períodos de 15, en donde se observa lo siguiente:

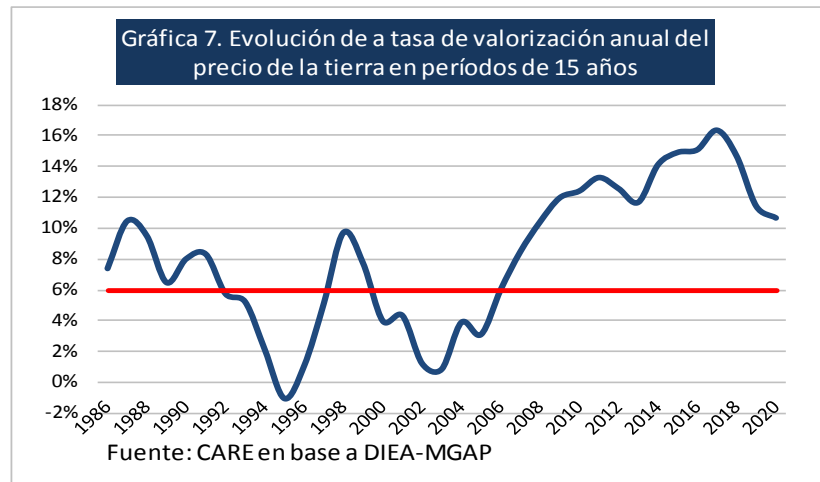
- En promedio, la evolución anual del precio de la tierra en períodos móviles de 15 años fue de 8,2%.

¹⁶. SERAGRO, Agroclaro y operadores privados

¹⁷. B. Lanfranco y G. Sapriza (Serie Técnica N° 187 de INIA, "El índice CONEAT como medida de productividad y valor de la tierra" 2011)

- No obstante en la serie aparecen 11 años (un 31%) en donde el aumento acumulativo anual en periodos de 15 años es menor al 6%.

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 mejoras en el uso del suelo y mucho menos el desarrollo del riego, por lo que este comportamiento no debería trasladarse en forma lineal a las tierras de este fideicomiso, sino solamente considerarlo como una información adicional. Finalmente, como ya se informara, el Contrato de Fideicomiso considera la posibilidad de extender el plazo por hasta tres años más, pudiéndose evitar de esta forma que se deba vender en una coyuntura muy desfavorable.



CARE entiende que si bien cabe esperar para el mediano y largo plazo aumentos sostenidos en los precios de la tierra, éstos no serían de similar magnitud que el pasado. Muy probablemente los aumentos de precios compensarán la inflación de Estados Unidos, más un pequeño componente por incremento de la productividad de la tierra, de esta forma se deberían ubicar entre el 3 y 4% anual. Para este caso en particular la realización de las represas y las inversiones en infraestructura de riego podrían mejorar ese porcentaje. Esto no implica que se existan períodos de mayores tasas anuales de crecimiento, como pudiera ser en los próximos años. Las bajas tasas de interés internacionales, la debilidad del dólar, el nuevo ciclo agrícola y los actuales precios de la tierra podrían determinar la ocurrencia de mayores tasas de crecimiento a corto plazo.

5.2. Las políticas públicas, el riesgo político

El riesgo de políticas públicas sería la amenaza, de parte del Estado, de actuar contra las modalidades de propiedad y explotación que propone el fideicomiso. En este sentido, no surgen elementos que puedan hacer suponer que el gobierno pueda tomar medidas de política que atenten contra este tipo de emprendimiento.

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

VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

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

En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos y cuantitativos - tanto los presentados por el estructurador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité de calificación de CARE entiende que los títulos recogen la calificación BBB.uy¹⁸ de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.

Comité de Calificación



Ing. Julio Pieve



Sr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrian Tambler

¹⁸ . **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.**

ANEXO I

INFORME JURIDICO

"FIDEICOMISO FINANCIERO TIERRAS DEL LITORAL II"

Informe Jurídico

I – Introducción

Este segundo negocio fiduciario impulsado por Agropecuaria del Litoral, reitera los objetivos y requisitos del antecesor, con algunas variantes en la operativa contractual que se detallarán en los siguientes capítulos. En este epígrafe, es dable apuntar que se recurre al vehículo del fideicomiso financiero para la emisión de valores de oferta pública (Títulos Mixtos) y destinar los recursos así obtenidos al desarrollo de una producción agropecuaria sustentable, apuntando a las mejores tierras del litoral y con preeminencia en la explotación agrícola, sin perjuicio de la explotación ganadera o forestal con un alcance complementario.

El plan de negocios se apoya básicamente en algunos hitos o pilares. Lo primero es el proceso de selección y adquisición de la tierra, apuntándose a inmuebles del litoral oeste del país con aptitudes para la agricultura y en especial aquellas que permitan riego con expectativas de aumentar su valor. En segundo lugar, el Fideicomiso no realizará directamente ninguna explotación en los inmuebles, pues a tal fin contrata al Operador y a la empresa vinculada Agronegocios del Litoral SA para la modalidad de aparcería; sin perjuicio naturalmente, de la responsabilidad que mantiene el Fiduciario por la tercerización de estas obligaciones. Esto además viene a estar reforzado por el compromiso de Agropecuaria del Litoral de suscribir el 5% de la emisión.

La conjunción de estos elementos alienta un retorno atractivo a los inversores en el contexto de un financiamiento a largo plazo. Esta prospección, no obstante, requiere que los presupuestos anotados se verifiquen de la forma más objetiva posible. Esto es, que los inmuebles que ingresen en el patrimonio autónomo efectivamente sean los proyectados en cuanto a su aptitud agrícola y de riego; que la gestión de los contratos de aparcería, guarde simetría con las pautas convencionales y respetando las disposiciones normativas en materia ambiental, laboral y fiscal. Finalmente, será necesario que la ejecución del plan confirme el pronóstico de aumento del valor de la tierra, en particular a partir de las mejoras tecnológicas en riego aplicadas.

Se ha optado por emitir Títulos Mixtos (art. 25 Ley 17.703), en tanto se conjugan deuda y participación en el dominio fiduciario; o si se prefiere para utilizar el léxico del contrato, un *componente deuda* (derecho de crédito con renta fija) y un *componente participación* (derecho de crédito contingente o eventual a las utilidades del negocio). El respaldo de la inversión en estos valores será el patrimonio de afectación autónomo del Fideicomiso, básicamente el activo tierra (todos los inmuebles que se adquieran, con independencia de su destino) y todos los créditos y derechos conexos que se generen por aparcería agrícola, por los arrendamientos ganaderos o forestales y eventualmente de la explotación excepcional.

El presente informe está elaborado a partir del análisis de la siguiente documentación en borrador: Prospecto Informativo con los siguientes Anexos: Contrato de Fideicomiso Financiero, Contrato de Operación y Modelos de Documento de Emisión, Contrato de Aparcería y Contrato de Arrendamiento.

De la compulsas de esta documentación y sin desmedro de los desarrollos que subsiguen, como concepto general entendemos que se cumplen las disposiciones legales y reglamentarias disciplinadas para el fideicomiso financiero en cuanto a su constitución formal y capacidad de los contrayentes. En cuanto al fondo, no apreciamos problemas estructurales que comprometan en forma insalvable el cumplimiento de los Certificados Mixtos a ser emitidos.

II – El Contrato de Fideicomiso Financiero. Cláusulas centrales

Son las partes del Contrato constitutivo del Fideicomiso Financiero (en adelante el Contrato): el Fiduciario Winterbotham Fiduciaria S.A. Administradora de Fondos de Inversión, Agropecuaria del Litoral SA es Fideicomitente en la medida que se obliga a suscribir e integrar parte de los Títulos Mixtos (TM). BEVSA suscribe el contrato en calidad de Entidad Representante de los futuros Beneficiarios.

A su vez, Agropecuaria del Litoral SA se vincula al Fideicomiso a través del Contrato de Operación mediante el cual asume el rol de Operador. En esta función llevará adelante la ejecución integral del proyecto productivo. En este caso y a diferencia del Fideicomiso antecedente, la explotación bajo aparcería la llevará a cabo Agronegocios del Litoral SA, empresa vinculada al Operador.

Objeto. Patrimonio. Plazo. El objeto del Fideicomiso consiste en el cumplimiento de estas tres etapas: (i) la emisión de los valores, (ii) con su producido implementar el proyecto productivo y (iii) el pago del derecho de crédito y participación entre los Titulares Beneficiarios; todo ello de acuerdo a los términos y condiciones desarrollados principalmente en el Contrato, el Prospecto Informativo y el Documento de Emisión. Implementar el proyecto equivale a ejecutar un complejo elenco de obligaciones distribuidas entre el Fiduciario, Operador y Aparcero, que pueden sintetizarse en: la adquisición de los inmuebles para desarrollar las explotaciones, invertir en las mejoras necesarias, incluyendo la tecnología en riego en los predios agrícolas; obtener y mantener las autorizaciones administrativas para todo ello; realizar las *Inversiones Permitidas*, las *Actividades Accesorias* y de corresponder la *Explotación Excepcional*, constituir las garantías que correspondan, gestionar todos los contratos, cuentas de gastos y reservas del Fideicomiso.

El patrimonio está definido con precisión y detalle en la cláusula 2.1 del Contrato y comprende el precio resultante de la integración de los TM en cumplimiento de la Emisión; los inmuebles rurales a ser adquiridos y todos los derechos y acciones derivados, directa e indirectamente del derecho de propiedad; todos los fondos y derechos que se generen bajo los contratos, las actividades accesorias y la explotación excepcional; las inversiones permitidas y sus resultados, los derechos derivados de las garantías constituidas a favor del patrimonio y en general todos los fondos existentes en las cuentas fiduciarias.

El fideicomiso tendrá, al igual que los valores un plazo de 15 años desde el Primer día de la Emisión (cláusula 1.2 del Contrato). Este plazo podrá ser prorrogado hasta por tres años mediante decisión de Beneficiarios Mayoritarios¹ en Asamblea; o incluso por un plazo aún mayor pero en este caso deberá ser resuelto por los Beneficiarios Supra Mayoritarios² en Asamblea y contar con el previo consentimiento acumulativo del Fiduciario y del Operador. Como es de estilo, en la convención está prevista asimismo la extinción anticipada por decisión de Beneficiarios Supra Mayoritarios.

Condiciones suspensivas y resolutorias (cláusula 15). Las condiciones suspensivas previstas son: que el BCU inscriba el Fideicomiso y los Valores en los registros respectivos; que dentro de los cuatro años siguientes a la inscripción del Fideicomiso en el Registro BCU se concrete la Primera Emisión por haberse alcanzado la suscripción del Monto Mínimo de la Emisión; y que el Fiduciario, en su rol de Entidad Registrante, haya inscripto los valores emitidos en el Registro de Valores Escriturales. Las condiciones resolutorias son: que el BCU no inscriba el Fideicomiso y los valores en el plazo de un año desde el otorgamiento del Contrato; si hubiesen transcurrido cuatro años sin que se concrete la Primera Emisión y en tercer lugar cuando lo decidan los Beneficiarios Supra Mayoritarios en Asamblea por la ocurrencia de los siguientes eventos: **a)** que en el plazo de dos años desde la Emisión no se obtuviera la Autorización de Tierras (Ley 18.092), o **b)** si el régimen legal o las autoridades competentes impidieran al Fiduciario ser titular de inmuebles rurales a nombre del Fideicomiso como lo dispone la citada norma legal. En estos

¹ Beneficiarios que representen en el caso más del 50% del monto total de los valores emitidos y en circulación.

² Dos o más Beneficiarios que en conjunto representen en cada caso y como mínimo un porcentaje mayor al 75% del monto de los valores emitidos y en circulación.

casos y por tratarse de eventos ajenos a la voluntad y acción de las partes, la resolución será sin responsabilidad para ninguna de ellas.

El Programa de Emisión y derechos que otorgan a los Beneficiarios. Los Valores serán, como viene dicho, **Títulos Mixtos escriturales de oferta pública** y se emitirán por hasta un máximo de U\$D 100.000.000 y un mínimo de U\$D 50.000.000. Realizadas las inscripciones y obtenida la autorización en la órbita del ente regulador para la emisión de valores mediante oferta pública, el Fiduciario procederá a ejecutar la indelegable y principal obligación de emitir Títulos Mixtos en las condiciones estipuladas en el Prospecto y en las cláusulas 3 y 7 del Contrato.

Las características específicas de los TM están explicadas en el Resumen de Términos y Condiciones (apartado II del Prospecto); donde además se desarrollan con toda precisión la secuencia completa del proceso de Emisión: metodología, etapas y tramos de la Suscripción, la forma de Adjudicación y la modalidad de Integración Diferida (integración inicial y régimen de capital calls). Se replican en lo medular las normas y recomendaciones bancocentralistas para este tipo de emisiones y los potenciales inversores, razón por la cual optamos por no desarrollar estos puntos, remitiéndonos a su lectura.

Cabe puntualizar que el Operador se obliga a presentar una oferta para suscribir e integrar TM³ (Valores del Operador, cláusula 7 del Contrato), mediante un compromiso que oportunamente deberá suscribir junto al Fiduciario. Tal compromiso de suscripción e integración estará sujeto a la condición suspensiva que se obtenga el registro de los valores en el RMV del BCU. Se previene - y es de toda lógica en estos casos - que en relación a tales Valores, el Operador no tendrá derecho a voto en las Asambleas de Beneficiarios, siempre que la cuestión sujeta a votación represente un conflicto de intereses, de acuerdo a las cláusulas 7.1.B., 12.4 del Contrato.

Derechos que otorgan los Títulos Mixtos. El carácter mixto de los valores significa precisamente que se combinan bajo un mismo títulos dos derechos: el puramente crediticio donde el emisor asume una deuda que se obliga a pagar en determinado plazo más el interés compensatorio (renta o interés fijo) y por otro lado un derecho de participación en el dominio del fideicomiso, que consiste en una cuota ideal o abstracta del mismo y se materializa en recibir, en proporción a dicha participación, los rendimientos (*Fondos Netos*) en condiciones de ser distribuidos, ya durante la vida del Fideicomiso o en el momento de su extinción, según lo pactado en la convención. En la nomenclatura contractual, esta característica binaria de los TM está expresada bajo las denominaciones **Componente Deuda** y **Componente Participación** respectivamente y en la estructura se ha pactado lo siguiente:

a) En su *Componente Deuda*, el Fideicomiso adeudará a cada Titular una suma de capital de U\$S 25 por cada TM emitido (léase suscripto e integrado), a pagarse en la Fecha de Pago Final⁴; devengándose un interés corriente de 5% (TEA) pagadero en cada Fecha de Pago Anual. Si no se abonaran los intereses por tres vencimientos consecutivos (tres Fechas de Pago Anual), tal incumplimiento dará lugar al vencimiento anticipado de todo lo adeudado del componente deuda bajo los TM en concepto de capital más los intereses compensatorios y moratorios a una tasa efectiva anual del 9%. Igual tasa de mora (9%) se aplicará si no se paga la totalidad del componente deuda a su vencimiento.

b) En su *Componente Participación*, los Titulares recibirán, en proporción a su participación: (i) anualmente los eventuales *Fondos Netos Anuales Distribuibles* en cada Fecha de Pago Anual, (ii) a la

³ En el Contrato no figura el monto a suscribir e integrar por el Operador, pero en los apartados II y III del Prospecto se hace referencia al 5% de la emisión.

⁴ De acuerdo a la cláusula 3.4.2, transcurridos 10 días hábiles desde la emisión de los Estados Contables Finales y una vez hechas las deducciones que correspondan a todos los gastos pendientes del Fideicomiso, importes correspondientes a la remuneración del Operador o reintegro de gastos que el Operador haya realizado, El Fiduciario procederá a realizar los pagos del Componente Deuda y Componente Participación.

extinción del Fideicomiso los eventuales *Fondos Netos Remanentes* en la Fecha de Pago Final; y (iii) su proporción en las *Sumas Excedentes* provenientes de cada *Distribución Anticipada*⁵.

Apuntes finales sobre el Contrato. La estructura convencional cumple con los requisitos legales de constitución formal, individualización y publicidad de la propiedad fiduciaria así como la oponibilidad (artículos 2, 6 y 17 de la ley 17.703) y se previene su presentación al Banco Central del Uruguay a los efectos de lo previsto por el artículo 12 del Decreto Reglamentario 516/003.

El patrimonio fiduciario responde únicamente por las obligaciones establecidas en el Contrato de Fideicomiso y derivadas de la emisión. Este patrimonio no responde por deudas del Fiduciario o de los Fideicomitentes (art. 7 Ley 17.703). Contrapartida de lo anterior, el patrimonio del Fiduciario no responderá por las obligaciones contraídas en la ejecución del fideicomiso, las que serán satisfechas con los bienes fideicomitidos (art. 8 Ley 17.703).

Está disciplinada en la cláusula 6.3 del Contrato en forma suficiente, la obligación indelegable del Fiduciario de rendir cuentas (artículo 18 de la Ley).

Resultan de aplicación y están previstas en la estructura, las disposiciones de la Ley 18.627 y la RNMV del BCU, tanto sobre las exigencias para la emisión como las que debe observar el Fiduciario en su rol de Entidad Registrante de los TM y BEVSA como Entidad Representante de los Titulares.

III – Análisis de contingencias

En este segmento se analizan, por un lado los requisitos normativos para la formación válida y eficaz de la voluntad de las partes y por otro - atendiendo al interés del inversor - las circunstancias que puedan representar riesgos de cumplimiento y las herramientas previstas para mitigarlos.

(i) Capacidad y legitimación de los contrayentes

Según surge declarado en el Prospecto Informativo **Winterbotham Fiduciaria SA Administradora de Fondos de Inversión** está autorizada por el BCU para desempeñarse como fiduciario financiero en Uruguay desde el día 16 de febrero de 2005. Es una sociedad anónima uruguaya independiente cuyo único accionista es *The Winterbotham Trust Company (Uruguay) SA*, empresa que está registrada ante el BCU como prestadora de servicios de administración, contabilidad y procesamiento de datos. En el Prospecto luce el organigrama social con detalle de la integración del Directorio, su administración y sindicatura. El Fiduciario está sujeto a la auditoría externa de sus estados contables y prevención de lavados por parte de Auren SC. Aparte de su rol de Fiduciario, actúa como Entidad Registrante y Agente de Pago de los Valores escriturales a emitirse.

Agropecuaria del Litoral SA asume en la estructura, por un lado, el rol de Fideicomitente al firmar el Compromiso de Suscripción e Integración de TM y por otro lado, es el Operador del proyecto en todas sus etapas. Surge del capítulo IX del Prospecto que se trata de una persona jurídica hábil, vigente, inscrita en el RUT de la DGI, con domicilio social en Montevideo. Fue constituida bajo la denominación Demilor SA por acta de fecha 23/12/2002, aprobada por la AIN el 5/2/2003 e inscrita en el Registro de Personas Jurídicas, Sección Registro Nacional de Comercio con el N° 1062 el 20/2/2003. Por resolución de Asamblea Extraordinaria de 14/12/2004 se modificó su nombre por el actual, modificación de estatutos que fue aprobada por la AIN el 4/2/2005 e inscrita en el Registro de Personas Jurídicas sección Registro Nacional de Comercio con el N° 1313 de 28/2/2005. Las tareas y obligaciones que asume bajo todos los contratos de la estructura están comprendidos en su objeto social. Sus acciones son nominativas, físicas y emitidas en su totalidad a nombre de personas físicas.

⁵ Cláusula 3.4.5. Es un mecanismo contingente y se trata de fondos que a juicio exclusivo del Operador puedan justificar una distribución anticipada, lo cual se hará si tácitamente los Beneficiarios no se oponen y de oponerse, se resolverá en Asamblea por decisión de los Beneficiarios Mayoritarios.

Agronegocios del Litoral SA es una empresa vinculada a Agropecuaria del Litoral SA, comparte el staff gerencial y equipo de trabajo y asumirá en la estructura el rol de Aparcerero, de acuerdo a las convenciones anexas al Prospecto y en particular el modelo de Contrato de Aparcería que suscribirá con el Fiduciario. Podrá, eventualmente, asumir el rol de arrendatario ganadero, de acuerdo al modelo de contrato de arrendamiento anexo y lo dispuesto en el Contrato de Operación.

(ii) El cumplimiento de los Títulos Mixtos

Este bloque está centrado en los aspectos más sensibles desde la perspectiva de los Beneficiarios y en orden al óptimo desarrollo del emprendimiento productivo como clave para la satisfacción de los derechos que otorgan los valores. Merecen destaque los siguientes tópicos: **a)** la Implantación del proyecto en todas sus etapas: selección y adquisición de los inmuebles rurales, mejoras en riego, ejecución de las diversas explotaciones, selección de arrendatarios y la desinversión al momento de la extinción mediante la enajenación de los campos, pago de todas las deudas y gastos y distribución del remanente entre los beneficiarios; **b)** las herramientas de acceso a la información, fiscalización y control que se atribuyen a los Titulares en relación a la marcha del negocio con especial énfasis en la actuación del Comité de Vigilancia y **c)** el régimen de responsabilidad de las partes.

a) La Implantación y la gestión del Proyecto

Es el núcleo del negocio. Las pautas centrales las encontramos en las cláusulas 4 y 5 del Contrato, que guardan armonía con las disposiciones del Contrato de Operación, a cuya lectura pormenorizada cabe estar. En este informe cabe señalar los hitos principales que hacen al Proyecto: el proceso de adquisición y enajenación de los inmuebles; las autorizaciones administrativas previas y concomitantes que deberá gestionar el Fideicomiso; la explotación agropecuaria con sus variantes y la explotación excepcional.

1. Adquisición y enajenación de los inmuebles

Intervienen en estos procedimientos el Operador, el Fiduciario y el Comité de Vigilancia, pero es el primero el que asume el rol central, en la medida que asume las obligaciones que justificaron su contratación. Así, el Operador debe detectar, seleccionar los inmuebles que tengan aptitud para desarrollar la actividad y elaborar un Informe de Adquisición que notificará al Fiduciario y al Comité, con un precio que será considerado el máximo a ofrecer por la compra (precio neto, sin gastos)⁶. El Comité tendrá un plazo máximo de 10 días hábiles para aprobar la Adquisición y no podrá objetarla por razones de precio, salvo que el precio supere en un 10% el valor promedio de las tasaciones que el Operador deberá adjuntar a su Informe de Adquisición. El silencio del Comité tendrá eficacia de aceptación tácita y habilitará la segunda etapa que es la recomendación del Operador al Fiduciario para suscribir un contrato preliminar (boleto de reserva) con el futuro vendedor y se iniciará el estudio legal de la titulación. Finalizado este análisis y descartado cualquier obstáculo insubsanable en los títulos, el Operador evaluará si recomienda la compra al Fiduciario con previa aprobación del Comité. En caso que decida recomendar la compra se lo hará saber al Fiduciario quien procederá a cumplir los actos necesarios para la Adquisición definitiva; caso contrario, se cancelará el contrato preliminar sin responsabilidad para el Fideicomiso.

El proceso de enajenación se ubica hacia el final de la vida del Fideicomiso y es instrumentalmente previo a su extinción y pago a los Beneficiarios. El Operador en este caso ofrecerá y negociará la venta con posibles interesados, cumpliendo pasos similares pero en sentido inverso a los que vienen de comentarse para la compra. El Comité tendrá el mismo plazo para oponerse en forma fundada a la enajenación, quedando tácitamente consentida si nada dijera. No obstante, este protocolo para la enajenación plantea un corte temporal relevante en el apartado 4.4 C) del Contrato. En efecto, si se pretende la venta de un inmueble dentro de los primeros cinco años desde la primera Emisión, el Operador comunicará la intención al Fiduciario para que éste convoque a Asamblea y los *Beneficiarios Mayoritarios* decidan si el

⁶ En el Prospecto se establece un rango entre 5.250 y 8.750 dólares.

precio de la enajenación permanecerá en el Patrimonio para su reinversión (Adquisición) en otros Inmuebles; o se mantiene hasta el cierre del Ejercicio Contable y se distribuye en la *Fecha de Pago Anual*.

2. Autorizaciones y gestiones administrativas

La implementación del Proyecto implica realizar una serie de gestiones, permisos y autorizaciones de fuente legal y reglamentaria, que se distribuyen en las convenciones entre el Fiduciario y el Operador.

En este sentido nos encontramos con la Ley 18.092 y su reglamentación, que establece limitaciones para ser titular de inmuebles rurales y explotaciones agropecuarias, cuya teleología es nominalizar la propiedad o tenencia de los inmuebles rurales. En cuanto aquí importa, la normativa dispone que las sociedades anónimas podrán ser titulares de tales derechos siempre que su capital social se encuentre representado por acciones nominativas y pertenecientes en su totalidad a personas físicas. Esta regla tiene una serie de excepciones que se extraen de la propia ley y su reglamentación (Decreto 225/007 y Decreto 201/008); de cuya interpretación armónica parece claro que en el elenco de excepciones se encuentran los fiduciarios de fideicomisos financieros comprendidos en la Ley 17.703. Por ello el Contrato pone a cargo del Fiduciario, gestionar la “*Autorización de Tierra*” ante el Poder Ejecutivo para adquirir los inmuebles y en su caso la “*Ampliación de Autorización de Tierras*”, para los casos en que el Fideicomiso decida sustituir o incorporar nuevos inmuebles por los procedimientos explicados en el apartado anterior. Cabe recordar que esta autorización tiene rango de condición resolutoria (c. 15 del Contrato).

También compete al Fiduciario la gestión de ofrecimiento al Instituto Nacional de Colonización según lo ordenado por el art. 35 de la Ley 11.029 con las modificaciones de la Ley 18.187, en cada ocasión de compra o venta. A rigor no se trata de una autorización o permiso, sino de un derecho de preferencia que la ley concede al INC para la adquisición de inmuebles rurales con determinadas características. No se debe perder de vista que, accesoriamente, el Gobierno Departamental puede ejercer este derecho de preferencia, según art. 66 de la Ley 18.308.

Por su parte, la explotación agropecuaria a desarrollar podrá requerir determinados permisos o autorizaciones administrativas relacionadas con la explotación que se trate. Eventualmente y a título de ejemplo, las autorizaciones ambientales que expide la DINAMA – MVOTMA según Decreto N° 349/005 y los permisos forestales ante la Dirección Forestal de MGAP⁷. Muy especialmente se deberán observar las disposiciones de la Ley 18.564 y en particular la Ley 19.553 sobre riesgo con destino agrario, en tanto se modifican disposiciones sobre concesiones para riego de su predecesora Ley 16.858.

3. La explotación de los inmuebles⁸

Explotación Agrícola. Para las hectáreas que el Operador haya seleccionado como agrícola con aptitud óptima para riego y durante el período de inversión (máximo de 2 campañas agrícolas desde la compra), el Operador optará por el arrendamiento a terceros (contrato de Arrendamiento del Área Agrícola) o explotar directamente el Área Agrícola mediante Aparcería. Terminado el período de inversión, el Operador explotará el Área Agrícola únicamente bajo la modalidad de Contrato de Aparcería. En ambos casos (durante el período de inversión o luego del mismo), la explotación agrícola bajo Aparcería será a través de Agronegocios del Litoral SA. La realización de los cultivos seguirá las previsiones del Plan de Negocios, que en este contrato tiene un sentido específico y es el proyecto para el área agrícola del inmueble que se entrega al Aparcerero Tomador y debe coincidir con el Informe de Adquisición elaborado por el Operador y aprobado por el Comité de Vigilancia para dicha área. En tal sentido, es clave señalar que en dicho Informe el Operador pudo haber dejado planteada la conveniencia de realizar determinada

⁷ En este caso la explotación de las áreas forestales será actividad principal del Proyecto y bajo la modalidad de arrendamiento y al igual que las áreas para ganadería; a diferencia del Fideicomiso I donde la forestación sólo podía realizarse como *Actividad Accesorio* o *Explotación Excepcional*.

⁸ En este apartado se consideran – aparte de los contratos de Fideicomiso y de Operación - los modelos de contratos de Aparcería y de Arrendamientos (utilizados para destino agrícola, ganadería o forestación), modelos que cumplen las exigencias normativas para dicho objeto y modalidades (Anexos del contrato de Operación).

Inversión de Riego. La importancia radica en que el asesoramiento en todo lo relativo a la aptitud de riego, el diseño de los sistemas para regar, mejoras a realizar en los predios, designación de la empresa para hacer las instalaciones y demás aspectos relacionados, son una obligación del Operador (no del Aparcero) y además los costos derivados de la ejecución de todas estas tareas, los asume el Fideicomiso Dador del inmueble.

El Aparcero se obliga comercializar la totalidad de la *Producción Bruta* y tendrá la propiedad y disposición de los frutos, en tanto el Dador (Fideicomiso) tendrá derecho al *Importe Correspondiente* a la comercialización de la Producción Bruta. En la distribución le corresponderá al Fideicomiso, los siguientes porcentajes: (i) en los cultivos de invierno o verano en seco, el 20% de la producción bruta; (ii) en cultivos de verano bajo riego, el 23% de la producción bruta para valores de soja iguales o mayores a u\$s 400/tonelada, 22% para valores de soja entre u\$s 330 y u\$s 399,9/tonelada y 21% para valores de soja iguales o menores a u\$s 329,9/tonelada. Digamos finalmente que el Operador asegura al Fideicomiso un *Piso de Rendimiento* en relación a la superficie destinada a la explotación agrícola bajo aparcería, de un monto mínimo anual equivalente a 500 kg de soja por hectárea y por año, calculado al finalizar cada *Campaña Agrícola* y deducidos el *Porcentaje del Dador* de los *Gastos Deducibles*⁹.

Explotación ganadera y forestal mediante arrendamientos. En las áreas seleccionadas para la explotación ganadera y forestal, se opta por el contrato de arrendamiento que se suscribirán con el Operador o con terceros. Está previsto en el modelo, y puede ser la regla, el sub arrendamiento a terceros para realizar estas explotaciones. Las condiciones de plazo, precio¹⁰ y obligaciones de las partes están diagramadas en la cláusula 7 del Contrato de Operación y están en consonancia con las estipulaciones del modelo de Arrendamiento anexo, a cuya lectura cabe estar en honor a la brevedad; pautas convencionales que se adecuan a las disposiciones del Decreto Ley 14.384, Ley 16.223 y artículo 1782 del Código Civil. Sobre esta última norma que establece el límite temporal en 15 años de arrendamiento, debe recordarse que entre las extensiones habilitadas legalmente, se encuentra el arrendamiento con destino forestal cuyo límite es 30 años de acuerdo al art. 5 de la Ley Forestal N° 15.939 incorporada al Código Civil por Ley 17.555.

La Explotación Excepcional (cláusula 4.3.2 del Contrato). Como lo indica el nombre, debe tratarse de situaciones especiales que sugieran una explotación diversa al programa ordinario que viene de comentarse. No se menciona una actividad específica, sino que se deja establecida la posibilidad que en algún momento el Operador entienda conveniente realizar alguna actividad productiva en algún o algunos inmuebles y que no pueda instrumentarse por las vías comunes (aparcería o arrendamiento). Son pues razones de oportunidad o necesidad transitoria y que requieren – en orden a la distribución de obligaciones y riesgos entre las partes – su pacto en el Contrato. La explotación excepcional sugerida por el Operador estará, no obstante, a cargo del Fiduciario quien podrá actuar a través del Operador o de terceros. Como en todos los casos, el Operador deberá hacer un Informe que será sometido a la aprobación del Comité de Vigilancia.

b) Actuación del Comité de Vigilancia

En este tipo de estructura fiduciarias, donde el retorno de la inversión depende básicamente del éxito del emprendimiento productivo, es vital que los Beneficiarios cuenten con herramientas eficientes de fiscalización del negocio y prerrogativas para corregir los posibles desvíos. En tal sentido, se impone la lectura de la cláusula 12 del Contrato que detalla la actuación de los Beneficiarios y en particular las atribuciones de su órgano político, la Asamblea de Beneficiarios.

Empero, es a través de la actuación del Comité de Vigilancia que se materializan esas funciones de fiscalización y control en la marcha del negocio y al servicio de la Asamblea. Las atribuciones del Comité

⁹ En los términos y alcances definidos en la cláusula 17.2 del Contrato de Operación.

¹⁰ El precio a pagar por el Operador deberá estar definida en el Informe de Adquisición aprobado (igual que en la Aparcería); para el área ganadera se estima en un valor de 45 kg de vaca gorda en pie por hectárea/año y para la forestación se estima un valor de u\$s 175 por hectárea/año.

(algunas ya fueron nombradas), están listadas en la **cláusula 8.3 literal (G)** del Contrato. Destaco las que considero más relevantes: **a)** controlar el cumplimiento por el Operador de todas sus obligaciones asumidas en todos los contratos que suscribe, **b)** verificar que la información proporcionada a los Beneficiarios sea suficiente, completa y veraz, **c)** dar cumplimiento a las obligaciones descriptas en la cláusula 4 en todo lo relacionado con la implementación del proyecto y en particular los hitos de adquisición y enajenación de los inmuebles, incluyendo la aprobación del Informe de Adquisición; **d)** elaborar y presentar a los Beneficiarios y al Fiduciario los Informes trimestrales con las tareas de fiscalización y control realizadas; **e)** sugerir la extensión o reducción del plazo del Fideicomiso de acuerdo con la cláusula 1.2 y **f)** analizar y eventualmente ejercer su facultad de oposición a cambios sustanciales en los contratos de arrendamiento para el Área Ganadera y de Aparcería, así como en relación al Presupuesto Anual del Fideicomiso.

c) Régimen de responsabilidad de las partes

Lo primero que se debe consignar es que el régimen de responsabilidad que asumen las partes (Fiduciario y Operador) es de naturaleza subjetiva pues la culpa es el factor de atribución. En cuanto al Fiduciario el artículo 16 de la Ley 17.703 establece el estándar abstracto de “*prudencia y diligencia del buen hombre de negocios*”. Establece la norma que: “*Si faltare a sus obligaciones será responsable frente al fideicomitente y al beneficiario, por los daños y perjuicios que resultaren de su acción u omisión*”. A continuación aclara que en ningún caso podrá exonerarse de responsabilidad al fiduciario “*por los daños provocados por su dolo o culpa grave...*”. La figura del Operador no es intrínseca al negocio fiduciario, por lo cual mal podría estar regulada en la ley de fideicomiso. No obstante y en cuanto al criterio que se comenta, se aplica un estándar de conducta muy similar, que viene dado por el artículo 83 de la Ley 16.060 en la medida que se trata de una sociedad comercial: “*lealtad y diligencia del buen hombre de negocios*”. En cuanto a la regulación interna de la responsabilidad de fuente convencional, se establecen limitaciones recíprocas, fuera de los casos en que incurran en dolo o culpa grave, donde ambos responderán en forma directa y con su propio patrimonio.

Yendo a la regulación convencional, las obligaciones y el régimen de responsabilidad del Fiduciario están contemplados en la cláusula 6 del Contrato. Las hipótesis de cese y en particular de remoción del fiduciario se encuentran disciplinadas en la cláusula 10. Importa destacar que la remoción por *justa causa* es una prerrogativa de los Beneficiarios Supra Mayoritarios en Asamblea, entendiéndose por *justa causa* cuando incumpliera sus obligaciones (**c. 6.2**), o por la ocurrencia de las siguientes circunstancias¹¹: **a)** pérdida de alguna de las condiciones legales o reglamentarias para ser fiduciario financiero, **b)** por la disolución, liquidación o concurso, y **c)** por la cancelación de su inscripción como fiduciario dispuesta por el BCU.

En cuanto a Agropecuaria del Litoral SA como Operador, debemos estar a lo establecido en el Contrato de Operación: hasta la cláusula 12 están aglutinadas pormenorizadamente todas las etapas de la gestión del Proyecto y las obligaciones concretas en cada caso. Por su parte, la cláusula 24 disciplina las hipótesis en que los Beneficiarios pueden removerlo por *justa causa*. Al igual que para el caso del Fiduciario la decisión deberá ser adoptada en Asamblea y por los Beneficiarios Supra Mayoritarios. En este caso el procedimiento es algo distinto, pues la Asamblea instruye al Fiduciario que notifique al Operador la existencia de un incumplimiento que da lugar a la remoción por *justa causa* y que tiene un plazo de 30 días para subsanarlo. Estas hipótesis son: **a)** se decrete contra el Operador un embargo o medida cautelar por un monto acumulado superior al 10% del monto de los valores emitidos y en circulación, **b)** en casos de disolución o situación concursal, **c)** si se produjere un cambio de control en el Operador sin la autorización previa de los Beneficiarios Mayoritarios, **d)** en caso de incumplimiento grave de las obligaciones sustanciales asumidas, incluyendo el caso de incumplimiento del *Piso de Rendimiento*, **e)** si

¹¹ Se establece un plazo de 15 días para subsanar la irregularidad en cuestión. Anoto que luce difícil que la hipótesis b) disolución, liquidación o situación concursal, pueda ser “remediada” por el Fiduciario y en el lapso de 15 días.

hay un desvío de los estándares mínimos de gestión pactados en el contrato, **f)** en caso que el Operador incumpla su obligación de integrar los Valores bajo el Compromiso de suscripción e integración y el atraso supere el plazo de 90 días, **g)** si en algún momento los dos cargos del Personal Clave del Operador se encuentran vacantes o no reemplazados por más de 6 meses y ello fuera imputable al Operador, **h)** cuando la Calificación de Riesgo de los TM, según informe de la Calificadora de Riesgo, obtuviera una calificación inferior al grado inversor y ello fueran exclusivamente atribuible a la mala gestión del Operador, **i)** cuando por el mal desempeño del Operador, se configure alguna de las causales anteriores y ello sea establecido en un informe del Comité de Vigilancia.

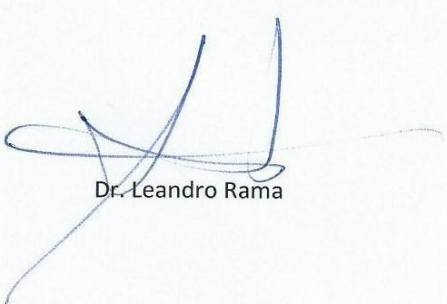
Finalmente y poniendo en balance la distribución de riesgos del Proyecto entre el Fideicomiso y el Operador, sobre el modelo jurídico de la explotación viene al caso tener presente que ambos contratos (aparcería y arrendamiento) tienen en común la entrega de la tierra, o dicho con más precisión, hay un desplazamiento de la tenencia de los inmuebles por parte del Dador-Arrendador (el Fideicomiso como propietario) hacia el Tomador-Arrendatario. En ninguno caso el Fideicomiso dispone de los frutos obtenidos en la explotación (ya en aparcería, ya en arrendamiento).

La diferencia sustancial es que en la Aparcería predomina el factor asociativo, las partes comparten los riesgos relacionados con la producción y ello se ve reflejado justamente en la fijación del precio mediante una distribución de ese rendimiento aleatorio. Por el contrario, el arrendamiento es un típico contrato de cambio, donde una parte entrega el uso y goce de un bien y la otra parte paga un precio a cambio. Con esto se enfatiza que la explotación agrícola es el pilar del proyecto y en consonancia con la mayor expectativa de ganancia, el Fideicomiso asume el riesgo correlativo o equivalente. Esto no ocurre en la explotación ganadera y forestal, pues el Fideicomiso recibe un precio por hectárea/año con total independencia de cualquier riesgo asociado a la producción, el cual se desplaza al Operador.

En relación a la actividad bajo aparcería y particularmente por contratarse a una empresa vinculada al Operador, se anotan dos previsiones contractuales que lucen muy adecuadas para la estructura. La primera es que el Operador se constituye en forma irrevocable en fiador solidario de todas las obligaciones que sean asumidas por Agronegocios del Litoral S.A. bajo los contratos que celebre con el Fideicomiso. El Operador renuncia además a la facultad de retractarse de acuerdo al artículo 2106 del Código Civil¹². La segunda y no menos relevante, es que la desvinculación del Operador del Fideicomiso implicará automáticamente la desvinculación de Aparcerero, salvo en el caso que al decidirse la remoción del Operador, los *Beneficiarios Supra Mayoritarios* decidan mantener el vínculo con el Aparcerero y éste acepte dicha decisión (cláusula 27 del contrato de Operación).

En síntesis y contemplando todos los aspectos involucrados, el negocio fiduciario proyectado cuenta con un razonable grado de cobertura, no advirtiendo riesgos jurídicos estructurales asociados al proceso de emisión.

Montevideo, 18 de junio de 2021.-



Dr. Leandro Rama

¹² Esto se encuentra en el epígrafe del contrato de Operación y replicado en el Resumen de Términos y Condiciones del Prospecto Informativo (cap. II).