

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

Montevideo, abril de 2022

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

**Actualización de la Calificación de Riesgo del “Fideicomiso Financiero Campos Sustentables”
04 - abril - 2022**

Denominación:	Fideicomiso Financiero Campos Sustentables.
Fiduciario:	Trust Administradora de Fondos de Inversión S.A.
Agente de Registro y Pago:	Trust Administradora de Fondos de Inversión S.A.
Entidad Representante:	Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A.
Títulos emitidos:	Certificados de participación
Moneda:	Dólares americanos
Importe de la emisión:	USD 50.000.000 (cincuenta millones de dólares).
Plazo:	12 años (extensible a 15)
Fecha de primer integración:	18 de setiembre de 2015
Administrador:	OKARA Ltda.
Distribuciones:	Anuales, A los 10 días hábiles bancarios contados desde la fecha de cierre de los estados contables anuales, siempre que existan fondos netos distribuibles.
Activos del Fideicomiso:	Inmuebles rurales, contratos de arrendamiento, entre otros.
Comité de Calificación:	Julio Preve, Martín Durán Martínez y Adrián Tambler.
Calificación de Riesgo:	BBB-.uy
Manual:	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros.
Vigencia de la calificación:	noviembre de 2022 ¹

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

Resumen General

CARE ha actualizado la calificación de los certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero Campos Sustentables, con la calificación BBB- y de grado inversor.

Esta ligera reducción de la nota obedece fundamentalmente al deterioro de la TIR esperada y a la falta de indicios claros en cuanto a la posibilidad de su modificación.

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

- Una construcción financiera que desde el punto de vista jurídico, ofrece las garantías necesarias tal como se apreció en el informe jurídico anexo a la calificación original. (Véase www.care.com.uy).
- Un diseño de gobierno corporativo que minimiza el riesgo a los inversionistas y que hasta la confección del presente informe ha funcionado en forma adecuada, disponiendo de informes del fiduciario, del operador y del comité de vigilancia.
- La capacidad de gestión de la empresa administradora del proyecto – Okara Limitada –, y de las que se vincula, se mantiene en términos generales, bajo los parámetros de eficiencia evaluados en la calificación original, aunque aparecen dificultades en la concreción del plan de negocios diseñado originalmente. Con excepción de un acotado período de vacancia en uno de los campos entre setiembre de 2019 y agosto de 2020, el Fideicomiso ha logrado mantener la totalidad de los campos siempre arrendados.
- En esta oportunidad, se presenta una nueva proyección financiera a marzo de 2022 y hasta la finalización del fideicomiso en 2027. Sobre la base de ese flujo, CARE estima que la TIR más probable se ubicaría en el entorno del 1,6% sobre la base de una rápida distribución de los fondos netos distribuibles acumulados hasta el momento, el ajuste de algunos costos, el mantenimiento de los actuales niveles de arrendamiento y un aumento de un 4% en el valor de la tierra desde 2022 y hasta 2027. El Operador está estudiando algunas alternativas que podrían suponer la venta de algún campo y la realización de algunas inversiones en los demás, a los efectos de su mayor valorización. Esto podría mejorar la TIR esperada, aunque probablemente en forma marginal.
- La superficie adquirida fue un 3% superior a la previsión inicial y a un precio 2% inferior al presupuestado. El Fideicomiso cuenta con unas 11.860 hectáreas en 5 predios, los cuales se encuentran arrendados a 8 arrendatarios diferentes en 13 contratos según el destino uso de la tierra (ganadería, agrícola, agrícola/ganadera, arroz).
- En el año 2021 se devengaron arrendamientos por un total de 1,43 millones de dólares, que implican un 3,09% de caprate respecto de la inversión inicial. En ese año las rentas agrícolas (variables), fueron afectadas en algunos campos como consecuencia de los menores rendimientos en los cultivos de verano como resultado de la sequía. Los ingresos por

arrendamiento fueron igualmente un 25% más altos que los del año anterior, lo que se explica por la vacancia ocurrida en uno de los establecimientos durante parte del 2020. Para el año 2022, el operador estima un ingreso de 1,54 millones de dólares, con lo que se alcanzaría un caprate de 3,32%, bastante en línea con el objetivo planteado luego del ajuste de las proyecciones en el año 2018, pero por debajo de lo establecido en el prospecto (4,2%).

- Al 31 de diciembre de 2021 se realizó la última tasación de los campos del fideicomiso observándose una leve caída en los valores del orden del 0,6%. Cabe hacer notar que se presentan tasaciones de dos empresas diferentes observándose valores muy dispares en algunos campos del orden del 25 al 36% de diferencia. Se consideró el promedio simple de ambas tasaciones y el valor de la totalidad de los campos del fideicomiso estaría en el entorno de los 47,1 millones de dólares, apenas un 0,19% por encima de los valores de compra; de esta forma, las proyecciones de la evolución del precio de la tierra utilizadas por el operador para estimar la TIR en el prospecto (8% anual) no se estarían cumpliendo.
- Las perspectivas de corto plazo para las commodities agrícolas siguen siendo auspiciosas, habiéndose alcanzado valores que no se observaban desde mediados del año 2014. Los precios aumentaron a partir del segundo semestre del año 2020, de la mano de un incremento en la demanda de China (en soja y maíz básicamente), una menor oferta y una reducción de los stocks. Las magras cosechas de granos que se esperan en Brasil, Argentina y Paraguay, sumado al conflicto bélico entre Ucrania y Rusia, agregan mayor presión sobre el mercado de las commodities alimenticias, especialmente en las agrícolas, y en menor medida en la carne y los lácteos. Si bien para el corto y mediano plazo las perspectivas son auspiciosas, para el largo plazo se espera que los aumentos previstos en la productividad y la desaceleración del crecimiento de la demanda mantengan estables los precios de referencia reales de los productos básicos agrícolas hasta 2030. Para el caso de la carne bovina, las perspectivas de corto plazo también resultan auspiciosas y las de largo plazo coinciden con las de los productos de la agricultura. Estas proyecciones de los precios a largo plazo están sujetas a incertidumbre, y no eliminan la realidad de las alzas a corto plazo y la volatilidad de los precios, como es el aumento actual de los precios mundiales de los productos alimentarios básicos.
- El mercado de tierra agrícola, presenta para el largo plazo 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 verificarse 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 reales de interés; más allá de la actual volatilidad de estos dos últimos puntos.
- En cuanto a las políticas públicas sectoriales, no se perciben riesgos en este sentido.

I. ANTECEDENTES

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para actualizar la calificación de los certificados de participación en el dominio fiduciario del fideicomiso financiero nominado "Fideicomiso Financiero Campos Sustentables".

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

El marco conceptual de esta calificación supone un ejercicio prospectivo por el cual se confiere una nota que califica el desempeño esperado del fideicomiso, su capacidad de generar en el tiempo utilidades, conforme al proyecto de ejecución del negocio agrícola que consiste en esencia en identificar, adquirir y arrendar inmuebles rurales subutilizados pero con alto potencial productivo y valorización en el mediano y largo plazo, mediante la aplicación de un plan de desarrollo tecnológico según las particularidades de cada inmueble, que su administración está mandatada a realizar. Admitido el rango de TIRs derivado de múltiples simulaciones razonables para el proyecto en la primer calificación, las siguientes no se vinculan estrictamente con la obtención de estas cifras. En efecto, no se trata en este caso de una emisión con compromiso de rentabilidad fijo. Por tanto la nota no dependerá estrictamente del alcance de las tasas internas de retorno calculadas en el proyecto ni de los costos de oportunidad del capital de los inversores. En definitiva, la nota sigue entre otros criterios el cumplimiento del proyecto y el alcance de una rentabilidad mínima que se juzgue aceptable en ocasión de cada recalificación.

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

La vigencia de esta actualización es hasta el 30 de noviembre de 2022. Más allá de las actualizaciones de norma, la calificación puede variar ante la aparición de hechos relevantes.

2. Antecedentes generales y hechos salientes del período.

I. Antecedentes generales

- El objetivo inicial fue adquirir 11.563 has, desarrollar la “ambientación” agronómica, arrendarlas para su explotación por terceros y luego venderlas. Se han comprado 11.863, y se viene avanzando -aunque en forma más lenta que lo previsto- en el proceso de ambientación el cual se realiza en acuerdo con los arrendatarios.
- El proceso de compra fue llevado adelante según el siguiente detalle:

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

Fuente: Okara Ltda

Nota: Care dispone de la información detallada de los predios

- En la medida en que se fueron entregando los campos los mismos fueron cedidos en arrendamiento.
- Respecto del ingreso bruto total estimado por el fideicomiso para todo el período, aproximadamente un 77% correspondería a la venta de la tierra al final del proyecto, y un 23 % a los ingresos por arrendamientos.
- Se desarrolló una propuesta de ambientación para cada uno de los campos previo a su arrendamiento, en el que a partir de información cartográfica, satelital y otras, se posibilitaría a largo plazo una mejor gestión de esos establecimientos.
- En los campos Santa Rufina, El Repecho y La Rinconada, ya se obtuvieron los permisos para la realización de represas y el desarrollo de sistemas de riego. Si bien se han obtenido todos los permisos, no se han realizado obras aun.
 - En Santa Rufina ya se finalizó el plan de recuperación de suelos y la DINAGUA aprobó el uso de aguas públicas por parte del Fideicomiso.
 - En El Repecho se aprobó el proyecto de riego por parte de DINAMA (categoría A) y ya se dispone de la autorización previa ambiental para la construcción de una represa.
 - En La Rinconada, está autorizada la realización de tres represas (chica, mediana y grande).
- Al finalizar los contratos de arrendamientos, el operador analiza las distintas posibilidades, ya sean renovaciones o cambios de arrendatarios. Para tomar estas decisiones se tienen en cuenta el cumplimiento del plan agronómico y productivo planteado para cada campo, así como también la situación financiera en la que se encuentren los arrendatarios.

- Durante el segundo semestre de 2019 dos contratos del mayor predio del fideicomiso (6.939 has, el 58% de la superficie total) no fueron renovados, lo que implicó la necesidad de la búsqueda de una rápida solución.
- En abril de 2020 se concreta el arrendamiento de 2.763 hectáreas para la explotación agrícola por parte de una empresa vinculada al operador. Esta opción estaba prevista en el contrato de fideicomiso como explotación extraordinaria, pero requiriendo autorizaciones especiales del comité de vigilancia y de la asamblea de beneficiarios.
- A setiembre de 2020 se ocupan 350 hectáreas para la realización de arroz por dos años por parte de una empresa agroindustrial, y el saldo, aproximadamente 3.000 hectáreas son arrendadas por 4 años a partir agosto para la explotación ganadera.
- A partir de agosto-setiembre de 2020 todos los campos propiedad de Fideicomiso pasan a estar arrendados nuevamente, no obstante esta situación generó menores ingresos para el año 2019 y en el 2020
- En mayo de 2021 se firmó la rescisión del contrato de arrendamiento del predio 728 hectáreas y en junio de 2021 se firmó el arrendamiento de ese campo al mismo arrendatario que desde el 1 de junio de 2020 explota el Predio 5 de 955 hectáreas. Este cambio de arrendatario es beneficioso al mejorar la probabilidad de cobro y el desarrollo de las mejoras en la ambientación.

II. Hechos salientes del período

- Se continúa con el proceso de auditoría de los campos para relevar el avance del esquema productivo propuesto por los arrendatarios y el consecuente proyecto de desarrollo de cada campo. Del Informe del operador surge que el proceso de ambientación en algunos campos no viene siendo satisfactorio en por la escasa respuesta y compromiso los arrendatarios de los mismos.
- Se mantiene las dificultades para el cobro en tiempo de las rentas en dos de los predios y es básicamente en esos casos que el proceso de ambientación no avanza como era de esperar. En otro caso el arrendatario no avanza en el desarrollo de las áreas agrícolas, que resulta necesario para contribuir a su valorización.
- Los cultivos de verano de la campaña 20/21 en los campos del Fideicomiso se desarrollaron bajo un clima que no fue propicio y en consecuencia los rendimientos fueron muy variables por campo. La zona mas afectada por el efecto de la sequía fue el centro oeste del país, donde se ubican dos de los campos del Fideicomiso. Por su parte, los cultivos de invierno se desarrollaron en condiciones ambientales adecuadas y los rendimientos fueron satisfactorios. Sin embargo, por la mayor importancia de los cultivos de verano frente a los de invierno en la composición de las rentas, los ingresos del fideicomiso -variables con la producción- fueron menores a los esperados para el año.

En el siguiente cuadro se presentan ingresos del año 2021 por concepto de arrendamientos.

Cuadro 2. Arrendamientos devengados del año 2021 en USD

Establecimiento	Precio de Compra	Ingresos Devengados Arrendamientos	Ingreso por ha/ precio compra
Predio 1	3.453	566.655	2,37%
Predio 2	5.500	185.097	4,62%
Predio 3	3.944	378.460	4,82%
Predio 4	3.400	146.574	3,45%
Predio 5	6.400	149.940	2,45%
Total		1.426.726	3,09%

Fuente: Okara Ltda

- Los cultivos de verano (soja, maíz, sorgo granífero) de la campaña 21/22, se iniciaron en condiciones ambientales no tan favorables para el normal crecimiento, debido fundamentalmente a la escasa lluvia producida en el mes de diciembre 2021 y a las temperaturas mas elevadas que lo normal.

3. Información analizada

La información analizada en esta ocasión fue la siguiente:

- Informes trimestrales del operador, el último a diciembre de 2021.
- Informe del Fiduciario a diciembre de 2021
- Entrevista con el Comité de Vigilancia.
- Estados Contables del Fiduciario al 30/06/2021².
- Estados Contables del Fideicomiso al 31/12/2021³.
- Estados Contables del Operador al 31 de diciembre de 2020.
- Flujo Financiero ajustado a diciembre de 2021
- Tasaciones a diciembre de 2021 de la empresa La Consignataria
- Tasaciones a diciembre de 2020 de la empresa Tasar

². Si bien se dispone de los EE.CC intermedios a setiembre de 2021 se prefiere, por considerarlos más representativos, los EE. CC al cierre del primer semestre.

³. CARE debe aún recibir versión definitiva.

II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

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

1. Descripción general

Denominación:	Fideicomiso Financiero Campos Sustentables
Fiduciario:	TRUST Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A.
Administrador:	Okara Limitada.
Agente de Registro y Pago:	TRUST Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A.
Entidad Representante:	Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay.
Cotización bursátil:	Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay.
Títulos emitidos:	Certificados de participación
Activos del Fideicomiso:	Inmuebles rurales, contratos de arrendamientos, entre otros.
Moneda:	Dólares
Importe de la Emisión:	USD 50.000.000
Plazo:	12 años.
Distribuciones:	Anuales, a los 10 días hábiles bancarios contados desde la fecha de cierre de los estados contables anuales, siempre que existan fondos netos distribuibles.
Calificación de Riesgo:	BBB- .uy
Vigencia de la Calificación:	noviembre de 2022

2. El análisis jurídico

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

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

3. Riesgos considerados

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

Riesgo por iliquidez. Los certificados se han diseñado para ser líquidos. Por este motivo, la liquidez puede considerarse adecuada dadas las características del mercado uruguayo. No obstante este proceso no es instantáneo y puede llevar un tiempo difícil de determinar. *El riesgo es medio*.

III. LA ADMINISTRACIÓN

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

1. La Fiduciaria.

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

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

A continuación se exponen en los cuadros siguientes su Estado de Situación Patrimonial y de Resultados intermedios al 30 de junio de 2021 y su comparativo con periodos anteriores.

Cuadro 3: Estado de Situación de TRUST (miles de \$)			
Concepto	30/06/2021	31/12/2020	31/12/2019
Activo	38.373	36.617	32.898
Activo Corriente	2.192	1.730	1.460
Activo no Corriente	36.182	34.888	31.438
Pasivo	21.778	21.214	18.761
Pasivo Corriente	509	637	317
Pasivo no Corriente	21.270	20.578	18.444
Patrimonio	16.595	15.403	14.137
Pasivo y Patrimonio	38.373	36.617	32.898
Razón Corriente	4,31	2,72	4,61

Fuente: EE.CC TRUST

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

Concepto	30/06/2021	30/06/2020	31/12/2020
Ingresos Operativos Netos	4.105	3.932	7.530
Ingresos Diversos	-	-	-
Ingresos Financieros	1.656	4.028	5.043
Total Ganancias	5.761	7.960	12.573
Gastos de Administración	(3.425)	(3.932)	(7.658)
Gastos financieros	(1.145)	(2.939)	(3.649)
Total Egresos	(4.569)	(6.871)	(11.307)
Resultado del periodo	1.192	1.089	1.266
Ajuste integral (ejercicio anterior)	-	-	-
Resultado Integral del Período	1.192	1.089	1.266

Fuente: EE.CC TRUST

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

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

Su idoneidad para administrar esta operación no ofrece reparos.

2. OKARA SRL

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

Se trata en este caso de la evaluación acerca de su capacidad de ejecutar el proyecto productivo. CARE ha formado su juicio a través de la información proporcionada por la firma en el Prospecto informativo, de sus EE.CC y a través de entrevistas con directivos de la empresa; administradores de campos; verificaciones de reputación mediante entrevistas a informantes calificados incluyendo visitas del Comité de Calificación de CARE a distintos establecimientos administrados por el equipo técnico de OKARA tal cual se dio cuenta en ocasión de la calificación original.

Desde que se hiciera dicha evaluación no se han registrado novedades que hagan cambiar el juicio de CARE respecto a la idoneidad de la firma para llevar adelante este emprendimiento por lo que se considera que no es necesario reiterarla acá. Sin embargo, la firma ha tenido dificultades en la implementación del plan de negocios tal como fue planteado originalmente, lo que se ha visto reflejado en un descenso en la TIR esperada por lo que se ha comprometido a realizar los correctivos necesarios para revertir esta situación; esto es objeto de especial análisis en otra sección de este informe.

Situación económico financiera

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

Cierra ejercicio el 31 de diciembre de cada año. De acuerdo a los EE.CC de los tres últimos ejercicios proporcionados por la firma (con informe de compilación) su situación patrimonial y los resultados obtenidos no ofrecen dificultades. El último balance disponible fue al cierre del 31/12/20.

Se concluye entonces que, en términos generales, el Administrador está capacitado para implementar el plan de negocios, aunque deberá superar algunas dificultades ya comentadas.

3. El Fideicomiso

Luego de la autorización del BCU mediante la inscripción de los certificados de participación escriturales, se realizó en BEVSA la emisión de oferta pública de dichos valores el 18 de setiembre de 2015 por el valor correspondiente de USD 50 millones.

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

En los cuadros siguientes se da cuenta del estado de situación patrimonial y de resultados del fideicomiso, al 31 de diciembre de 2021.

Cuadro 5: Estado de Situación Fideicomiso (miles de \$)			
Concepto	31/12/2021	31/12/2020	31/12/2019
Activo	2.202.601	2.076.054	1.773.485
Activo Corriente	198.822	169.254	142.975
Activo no Corriente	2.003.779	1.906.800	1.630.510
Pasivo	20.407	12.789	5.185
Pasivo Corriente	20.407	12.789	5.185
Pasivo no Corriente	-	-	-
Patrimonio	2.182.194	2.063.265	1.768.300
Pasivo y Patrimonio	2.202.601	2.076.054	1.773.485
Razón Corriente	9,74	13,23	27,57

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Si bien la moneda funcional del fideicomiso es el dólar americano, los estados contables se presentan en moneda nacional de acuerdo a la normativa uruguaya. El tipo de cambio vigente a la fecha del último cierre era de \$ 44.695 por lo que si se convierte el patrimonio contable a esa fecha da un monto de alrededor de USD 48.8 millones, cifra algo menor al monto emitido.

Según explican las notas a los EE.CC del cuadro precedente, los valores de los activos se presentan a su costo histórico de adquisición, en dólares americanos y convertidos a la moneda de presentación, deducida la correspondiente amortización (cuando procede). Este valor se compara con el valor de tasación de los inmuebles y de la comparación, a los efectos contables, se toma el menor. El promedio de las tasaciones realizadas sobre fin del ejercicio pasado resultaron ser mayores al valor contable, por tal razón no hay ajuste por revaluación en el ejercicio 2021.

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

Concepto	31/12/2021	31/12/2020	31/12/2019
Ganancias	64.272	111.083	55.342
Ingresos Operativos	62.157	44.063	52.392
Ingresos diversos	272	65.184	230
Resultados Financieros	1.843	1.835	2.720
Pérdidas	(60.093)	(54.372)	(45.474)
Gastos directos de prestación	(9.913)	(10.696)	(8.898)
Gastos de administración	(25.997)	(18.598)	(19.960)
Gastos generales	(23.500)	(24.246)	(16.462)
Gastos Financieros	(683)	(832)	(153)
Resultado del periodo	4.179	56.712	9.869
Ajustes Integrales	114.750	238.254	232.097
Resultado Integral del periodo	118.929	294.965	241.966

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Puede comprobarse una caída en el resultado integral del periodo respecto al ejercicio anterior. Esto se analiza en otra sección de este informe.

El pasivo por arrendamientos a cobrar asciende a casi USD 157.5 mil, cifra inferior a la registrada a diciembre de 2020 lo que estaría indicando una mejora en la gestión de cobranza. El Fideicomiso realiza una previsión por incobrables del 2 % y en algún caso particular cuando existen motivos para suponer dificultades la previsión es mayor.

4. Riesgos considerados:

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

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

Riesgo de conflictos, derivado de la posibilidad de juicios capaces de interferir con el mandato recibido y en tanto la existencia de previsiones para enfrentarlos. Por iguales razones que el anterior, resulta poco probable que aun dándose conflictos, el fiduciario y la administradora no pudieran resolverlos a satisfacción del proyecto. *Riesgo muy bajo.*

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

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

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

1. Bienes fideicomitidos y aspectos descriptivos del proyecto

Según el contrato de Fideicomiso Financiero y el resumen recogido en el prospecto de emisión, el objeto principal del “Fideicomiso Financiero Campos Sustentables” es la obtención de financiación por medio de Oferta Pública de Certificados de Participación, con el fin de destinarlo al Proyecto, consistente en la identificación, adquisición y arrendamiento de propiedades agropecuarias subutilizadas con alto potencial productivo y de apreciación a mediano y largo plazo, para luego venderlas y capitalizar el incremento de su valor inmobiliario logrado mediante el plan de desarrollo especialmente realizado para cada una de ellas. Las compras se desarrollaron de acuerdo a protocolos detallados en el prospecto que se consideran adecuados al propósito del fideicomiso.

Las proyecciones económicas se presentaron oportunamente por un período igual a la duración del fideicomiso, o sea 12 años, sin considerar la posibilidad de variación de los tres años previstos. En abril de 2018 se contó con un nuevo modelo financiero que contempló ajustes en los costos de inversión y en los ingresos por arrendamientos, en base a los valores reales que se venían obteniendo. Para esta actualización se cuenta con una nueva proyección financiera, luego de haber transcurrido ya la mitad del plazo previsto para el fideicomiso.

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

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

El área agrícola considera aproximadamente 1.200 hectáreas afectadas al cultivo de arroz y 340 hectáreas de agricultura bajo riego. Asimismo se cuenta para tres de los campos con proyectos aprobados y derechos gestionados y otorgados ante DINAGUA para desarrollar sistemas de riego. Esta inversiones hasta el momento no se han realizado.

El área ganadera considera unas 1.060 hectáreas de monte nativo en uno de los campos, el cual se encuentra bajo un proyecto de sistematización aprobado por la Dirección General Forestal del MGAP para incrementar su capacidad productiva de generación de renta. Además considera unas 1.000 hectáreas de campo natural en rotación con la producción de arroz con potencial para desarrollarlo para producción agrícola.

En el siguiente cuadro se presenta la serie de arrendamientos desde el inicio del fideicomiso, comparándolo con el valor esperado según el prospecto. Como puede observarse, los valores se vienen presentando por debajo de lo esperado, lo que se explica por la caída de los precios de los arrendamientos a nivel del país, en línea con la reducción de los precios de la tierra.

Cuadro 7.- Resultados reales y esperados

	Ingreso arrendamientos USD	Renta media USD/ha	Caprate en %
Proyecto original año 2013	1.931.092	167	4,2%
Ajuste realizado en 2018	1.491.967	126	3,2%
Renta devengada 2017 (*)	1.500.381	126	3,3%
Renta devengada 2018	1.463.682	123	3,2%
Renta devengada 2019	1.414.810	119	3,1%
Renta devengada 2020	1.138.227	96	2,5%
Renta devengada 2020 (*)	1.356.647	114	2,9%
Renta devengada 2021	1.426.726	120	3,1%

Fuente: CARE en base a prospecto e informes del operador

(*) Renta anualizada

El caprate promedio obtenido en 2021 fue de 3,1% para todos los campos, frente al 4,2% esperado en el proyecto original. Ese valor esperado es también algo menor al estimado en el ajuste del modelo financiero realizado en el año 2018 (3,2%), que incorporó información de precios en línea con los niveles del momento.

En el siguiente cuadro se presentan los valores de arrendamientos esperados para el año 2022.

Cuadro 8. Esquema de arrendamiento a devengar de los campos del Fideicomiso en 2022

Campos	Area	Renta (USD/ha)	Total USD	Precio de compra	Cap Rate
Predio 1	6.939	81	562.323	3.453	2,35%
Predio 2	728	316	229.995	5.500	5,74%
Predio 3	1.992	201	401.306	3.944	5,11%
Predio 4	1.249	116	145.074	3.400	3,42%
Predio 5	955	206	196.350	6.400	3,21%
Total	11.863	129	1.535.048	3.892	3,32%

Fuente: Informe del Operador

La renta esperada para el año 2022 sería de 1.535.048 dólares lo que significaría un valor medio de USD 129/ha, un 7,6% mayor a la del año anterior y levemente superior (2,3%) a la esperada luego del ajuste del modelo en el año 2018.

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

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

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

esperados se encuentran por debajo de lo previsto (39% más bajo que el prospecto). Esa actualización ya proyectaba una reducción en la TIR esperada (6%), suponiendo una recuperación de los precios de la tierra y de los arrendamientos, que por el momento o se ha verificado.

Luego de 6 años del inicio del Fideicomiso se presenta en esta oportunidad (marzo 2022) una nueva actualización del flujo financiero y una nueva estimación de la tasa interna de retorno con la información real hasta diciembre de 2021 y proyectando hasta la finalización del fideicomiso en 2027, sobre la base de los siguientes supuestos:

- Aumento del precio de la tierra y de los arrendamientos del 3% anual desde 2022.
- Distribución de los fondos netos distribuibles a partir de 2022.
- Considera algunas mejoras en los costos del fideicomiso y cambios de algunos arrendatarios que justifican las mejoras en los ingresos.

Los criterios utilizados son compartidos por CARE. Los resultados se presentan en el siguiente cuadro.

Cuadro 9. Reestimación de la TIR			
Indicador	Inicial	2018	2022
TIR del Proyecto	8,54%	6,00%	1,30%
Fuente: el Operador			

Esta nueva TIR es sensiblemente más baja que la esperada originalmente en el Prospecto, pero sigue siendo positiva.

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

Ello determinó que en su momento fuera aceptable el guarismo de 8% de incremento anual de valor nominal en dólares del prospecto. Como se verá en el capítulo V en períodos de 12 años, en promedio el valor de la tierra se ha apreciado en 8,1% anual, aunque hubo períodos en que ese guarismo fue bastante menor. Hoy en día, a la luz del análisis del comportamiento de los valores de la tierra en los últimos 7 años ese crecimiento anual parece muy optimista, incluso considerando el proceso de ambientación. Por su parte ya han transcurrido 6 años, la mitad del plazo original del fideicomiso y los valores actuales de los campos apenas están por encima de los de compra

En relación a los arrendamientos, el flujo financiero consideraba un incremento nominal de 3% anual, levemente superior a la inflación americana; no considerando movimientos en la productividad producto de las ambientaciones propuestas, ni los aumentos de productividad derivados de la propia evolución tecnológica. En este caso, con una serie más corta (21 años) el incremento anual promedio en períodos de 12 años para los arrendamientos fue de 9,5%; este valor resulta muy alto al considerar los incrementos en las rentas consecuencia de los incrementos en los precios de las commodities,

el crecimiento agrícola, el desarrollo forestal, etc. Desde la fecha en que fue presentado el prospecto (2013) hasta el año 2021, los valores medios de las rentas en el país han caído un 33%, lo que está en línea con el comportamiento de las rentas obtenidas por el fideicomiso.

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

2.1 Replanteo del Flujo de Fondos y sensibilización

Sobre la base al flujo financiero actualizado a marzo de 2022, CARE sensibilizó el mismo variando los dos principales factores que inciden en la rentabilidad esperada, la evolución del precio de la tierra en primer lugar y los ingresos por arrendamiento en menor medida.

Tomando en cuenta el valor actual de los campos, las proyecciones de precios internacionales, las perspectivas de largo plazo para las commodities, y la evolución de los precios esperada de los campos, CARE recalculó el Flujo de Fondos, suponiendo diversas trayectorias.

Las trayectorias de precios se basaron en las proyecciones del USDA, de FAO-OCDE y del Banco Mundial⁴, que tendrían correlación con los valores de los arrendamientos y en consecuencia con los ingresos del fideicomiso. Se consideró un 2% de aumento nominal para los ingresos por los arrendamientos (como valor más probable), porcentaje que considera un mantenimiento de los valores en términos reales (suponiendo una inflación de largo del 2% para el dólar⁵).

Asimismo, se supuso que el aumento del precio de la tierra fuera de un 4% anual, o sea un poco menos de la mitad del comportamiento histórico para períodos de 12 años; este aumento de precios sería a partir de 2022 y por el tiempo que queda del Fideicomiso. Para CARE un valor razonable de incremento anual del precio de la tierra debería contemplar a la inflación americana para el largo plazo (1,5 a 2%) más el incremento en la productividad de la tierra (aproximadamente un 2%), por tal motivo el incremento de largo plazo en el precio de la tierra debería ubicarse entre un 3 y un 4%; como ya fuera comentado, en este caso podría ser mayor, habida cuenta del proceso de ambientación.

Respecto del valor esperado para las rentas se supuso en un escenario más probable una renta de 129 dólares por hectárea que es la esperada para 2022.

La nueva TIR estimada bajo estos supuestos sería de 1,6%, sigue siendo positiva y refiere a un escenario tendencial, desconociendo los efectos futuros sobre el aumento de precios derivados de la mejora en los campos (ambientación, transformación agrícola, riego, etc.). En el siguiente cuadro se presenta la sensibilización de los flujos considerando también valorizaciones mayores y menores en los precios y en el valor de las rentas.

⁴. Perspectivas Agrícolas FAO-OCDE 2021-2030 (octubre de 2021); USDA Agricultural Projections to 2029 (febrero 2022); Banco Mundial-Commodity Prices (octubre 2021) y FAO- Índice de Precios de los Alimentos.

⁵. En la actual coyuntura la inflación americana es muy superior a la trayectoria de largo plazo, pero se estima que en el mediano plazo debería volver a su evolución histórica.

Cuadro 10.- Sensibilización de la TIR en diversos escenarios.

		Valor medio de los arrendamientos (USD/ha)		
		120	132	140
Tasa de evolución del precio	3%	1,2%	1,3%	1,3%
de la tierra a partir de 2020	4%	1,6%	1,6%	1,7%
	5%	1,9%	2,1%	2,1%

Fuente: CARE

En una situación extrema en la que los valores de los campos se mantuvieran incambiados en los precios actuales hasta la finalización del fideicomiso en 2027, la TIR del inversor sería de 0,1%, una rentabilidad mínima, pero positiva. Como ya fuera analizado en profundidad, el valor final de los campos es un componente muy importante de la rentabilidad final del proyecto, por lo que la evolución de este indicador se deberá seguir con la debida atención en futuras actualizaciones, en particular porque los valores de los campos parecen haber dado un salto, según consta en el último informe de precios de DIEA (29 de marzo de 2022).

Luego de 6 años de operación del Fideicomiso y ante la constatación de que el plan de negocios no estaría logrando los objetivos planteados en cuanto a la rentabilidad esperada, el Operador está analizando algunas alternativas tendientes a mejorar los resultados esperados. Estas alternativas refieren a la posibilidad de adelantar la venta de alguno de los campos más demandados capitalizando en lo inmediato la amientación realizada y proceder a invertir los fondos que provengan del beneficio fiscal de exoneración de IRAE originado en la venta (por la ley de Inversiones) y de esta forma valorizar los otros campos. Como ya fuera comentado hay autorizaciones ya aprobadas para la realización de represas, que de realizarse mejorarían los valores futuros de esos campos.

2.2 Nueva estimación del costo de oportunidad del capital

El costo de oportunidad del capital teóricamente pone un piso a la rentabilidad esperada de un proyecto y es el indicador clave para descontar los flujos de fondos esperados. En este sentido CARE realizó una actualización de la estimación del costo de oportunidad del capital, utilizando el modelo de valoración CAPM (Capital Asset Pricing Model) y, siguiendo a Damodaran⁶ se adicionó a éste una prima que contempla el riesgo específico del mercado en el que se ejecuta el proyecto. En consecuencia para el cálculo del costo de los fondos propios se aplica la siguiente fórmula:

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

Donde:

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

β_{im} : Riesgo sistemático propio respecto del riesgo de mercado⁷.

r_f : tasa libre de riesgo (Treasury Bonds USA)

$E(R_m) - R_f$: Prima de Riesgo del mercado. Es el premio por el riesgo específico al mercado en que opera el proyecto (La diferencia del rendimiento de los títulos de renta variable⁸ y la tasa libre de riesgo)

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

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

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

⁸. Equity Risk Premium del S&P 500. Promedio últimos 5 años que fue de 4,73%

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). En los últimos diez años, ese rendimiento se ubicó en 2,0%, mientras que actualmente está en aproximadamente 2,05%⁹.

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

El parámetro “beta unlevered” de Damodaram, para enero de 2022 se ubica en 0,68 (0,64 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 plazo¹⁰. En este sentido, para el caso del rendimiento de los bonos americanos se consideró 1,90% y para el riesgo país (índice UBI), se consideraron 1,47 puntos básicos.

Aplicando estos valores se llega a una tasa de retorno esperada para el capital propio del 5,18%. Este valor es superior a la TIR esperada del inversor para el escenario que CARE considera como más probable (1,6%), lo que estaría indicando que la misma no sería atractiva, según esta metodología. Si bien estas comparaciones coyunturales no pueden tomarse en sentido estricto, constituyen una referencia que – entre otras – ayuda a conformar un juicio acerca de la inversión original comparada con la coyuntura actual. Por otra parte suponen una comparación internacional que no está disponible en general para los inversores que participan en este tipo de fideicomiso.

El costo de oportunidad del capital propio estimado para los valores promedio de los últimos 5 años es bajo si se compara con el pasado, esto es consecuencia de la caída en los retornos de los bonos del tesoro de EEUU (tasa libre de riesgo).

3.- Tasación de la Tierra

A diciembre de 2021 se realizó la última tasación de los campos del fideicomiso. Como todos los años se practicaron dos tasaciones de los distintos establecimientos por parte de dos empresas independientes. El valor de mercado considerado fue el promedio de las tasaciones realizadas a cada campo.

En el siguiente cuadro se presenta la evolución de los valores en el correr de los años.

⁹. En la actualidad los rendimientos de estos bonos están con tasas en el entorno de valores del promedio de los últimos 5 o 10 años. Durante la peor parte de la crisis sanitaria estuvieron aún mucho más bajas, por debajo del 1%, pero en la actualidad están en aumento.

¹⁰. En el momento actual, las tasas de interés internacionales están muy afectadas por la coyuntura internacional derivada de los efectos del coronavirus y del conflicto entre Rusia y Ucrania, y sus consecuencias sobre la economía mundial.

Cuadro 11. Tasación de los campos en dólares por hectárea

Establecimiento	Precio de Compra	Tasación Dic. 2019	Tasación Dic. 2020	Tasación Dic. 2021	Variación 2021/2020
Predio 1	3.453	3.203	3.323	3.261	-1,9%
Predio 2	5.500	5.903	5.982	6.178	3,3%
Predio 3	3.944	4.311	4.355	4.538	4,2%
Predio 4	3.400	3.296	3.868	3.420	-11,6%
Predio 5	6.400	6.702	6.751	6.939	2,8%
Total	3.892	3.846	3.992	3.967	-0,6%

Fuente: CARE en base a informes de Tasaciones

El monto total del valor de los campos según las tasaciones realizadas fue de 47,06 millones de dólares, cifra levemente menor que el del año anterior (0,6%). Llama la atención la diferencia entre las tasaciones de un mismo campo por parte de las empresas tasadoras, en tres de los 5 campos hay diferencia de entre 24 y 36%. Queda en evidencia que las diferentes metodologías de tasación reflejan dificultades para determinar un valor de mercado.

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

Riesgos considerados:

Riesgo de generación de flujos. A partir de lo anterior se trata de señalar la capacidad de generar los flujos en el plazo pactado. Considerando el modelo de negocios planteado en el Proyecto además el permanente seguimiento que se hará al cumplimiento en plazo y forma por CARE de los compromisos de arrendamiento, *se considera que existe un riesgo medio bajo y posible de ser controlado a tiempo de generación de los flujos.*

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

V. EL ENTORNO

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

El sector productor de alimentos mostró una gran resiliencia en lo productivo y 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 produjo un rebote en los precios, ahora incentivado por los efectos de la guerra y la baja producción en Sudamérica. En consecuencia, al menos para el corto plazo, las perspectivas para la agricultura son muy favorables, al igual que para otros sectores como la carne y la leche, aunque probablemente con valores un poco más atenuados.

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. A estos efectos podría adicionarse la debilidad del dólar, hoy difícil de prever por su alta volatilidad actual.

Resulta claro también 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. Sin embargo, los incrementos de productividad, el resurgimiento de algunas políticas proteccionistas y el enlentecimiento del dinamismo de las economías de los mercados emergentes, actúan como freno al crecimiento de los precios internacionales en el largo plazo.

La emergencia sanitaria por COVID-19 ha impulsado el consumo de alimentos que tengan impacto en la salud y que refuercen el sistema inmunológico, acelerando una tendencia que se venía insinuando respecto de que se pondrá mayor énfasis en la nutrición y su vínculo con la salud. Por su parte, el envejecimiento de la población mundial afecta también a los patrones de consumo de bienes y servicios a nivel global.

Estos cambios que impactarían en la demanda se registran en un contexto comercial caracterizado por un aumento reciente del proteccionismo a nivel global, que han implicado la adopción creciente de barreras, tanto arancelarias como no arancelarias, que dificultan las exportaciones de alimentos, a pesar de los avances en la liberalización del comercio. Asimismo, los países agroexportadores se enfrentarán a mercados cada vez más exigentes y a nuevos requerimientos comerciales no arancelarios en relación a los aspectos ambientales, de inocuidad, de bioseguridad y de bienestar animal.

Otra de las tendencias identificadas en el comercio internacional es un pasaje del multilateralismo a los tratados bilaterales. Los acuerdos comerciales bilaterales y más amplios han sido cada vez más frecuentes en el entorno comercial agrícola mundial, en parte debido a la lentitud de las negociaciones multilaterales. En la medida en que el Mercosur no logre avanzar en la concreción de este tipo de acuerdos esta tendencia podría ser una amenaza, en cuanto Uruguay quede relegado en términos de condiciones de acceso respecto a sus competidores. Asimismo, el bloque Mercosur no ha logrado avanzar en la concreción de acuerdos bilaterales por diversas razones. A esto se agrega la lejanía respecto a los principales centros de consumo mundial y la reducida escala del país, que incrementan los costos medios de producción.

No obstante esa tendencia de largo plazo, la coyuntura para algunos rubros agrícolas muestra un cambio en las expectativas, en principio para el corto plazo. Como se verá más adelante, los precios agrícolas han subido sostenidamente de la mano de una mejora en la demanda y una oferta que no ha acompañado ese aumento. Las expectativas de precios han mejorado respecto de los años anteriores, por lo que ya se estaría transitando por un nuevo ciclo de las commodities, pero es incierta su duración.

A esta situación se le suma el conflicto bélico entre Rusia y Ucrania, que por su rol estratégico como abastecedores claves de energía y alimentos, sacudió a los mercados globales y genera alta incertidumbre en los mercados de commodities. Para tensionar más aún el mercado, se espera una magra cosecha de cultivos de verano en buena parte de Argentina, Brasil y Paraguay, como consecuencia de una fuerte sequía.

Dado que este fideicomiso recién empieza y durará unos 15 años es importante analizar el posible comportamiento de los precios en el largo plazo, una vez se supere la actual coyuntura.

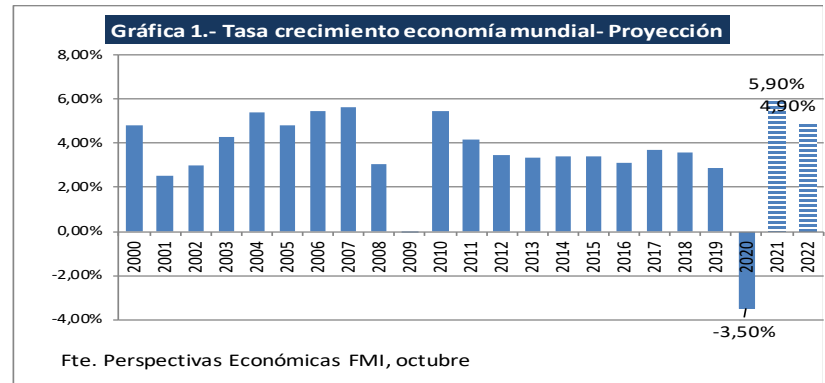
En esta sección, se describen los aspectos salientes de los dos precios que inciden en los retornos de la inversión: el precio de la tierra y el precio de los productos agrícolas.

5.1.1.- Sobre el precio de los productos agrícolas.

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

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 Covid 19, lo que ha llevado al mundo a transitar por una crisis sin precedentes. En su último informe del 25 de enero de 2022 el FMI proyecta que la economía mundial crezca 5,9% en 2021 y 4,4% en 2022.



El FMI estima que crecimiento mundial se modere de 5,9% en 2021 a 4,4% en 2022 en gran medida a causa del recorte de las proyecciones de las dos economías más grandes. Se prevé que la inflación elevada continuará más de lo esperado y que los cortes en las cadenas de suministro y los altos precios de la energía persistirán en 2022. Las proyecciones primarias para 2023 son de menores crecimientos (3,8%)

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 y se vuelve a evidenciar un nuevo ciclo favorable para la agricultura¹¹.

Los mercados agrícolas mundiales en la actualidad están atravesando los efectos coyunturales derivados del rebote de la economía mundial, luego de la fuerte caída en 2020 como consecuencia de la pandemia del COVID-19, y la existencia de algunos efectos climáticos adversos, que muy probablemente seguirán por algún tiempo.

A esta coyuntura, se le suma el conflicto bélico entre Ucrania y Rusia. Estos países son jugadores clave en el mercado mundial, por lo que el conflicto ha generado un importante efecto sobre los precios internacionales. Los precios

¹¹ . Diversos analistas coinciden en afirmar que se está ante un superciclo de precios de las Commodities: JPMorgan, Goldman Sachs.

en el mercado de Chicago presentaron una gran volatilidad en los primeros días de la guerra, por la incertidumbre que el conflicto genera en torno a la fluidez en las cadenas de suministro. Los precios de la soja llegaron a tocar máximos desde 2012 en Chicago (617 USD/tt), mientras los futuros de trigo se hallan en zonas de máximos históricos en el mercado de Chicago (492 USD/tt), y el maíz en su pico máximo en algo más de 9 meses (303 USD/tt).

Teniendo en cuenta que el fideicomiso durará algunos años más (4 o 7 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.

CARE consultó diversas fuentes de información¹², y si bien reconocen la recuperación coyuntural de los valores, se mantienen 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 índice de precios de los alimentos de la FAO¹⁴ registró en enero de 2022 un promedio de 135,7 puntos, es decir, 1,5 puntos (un 1,1 %) más que en diciembre de 2021, un 19,5% más elevado que el mismo mes del año anterior y un 40% más alto que para el promedio de 2020. El repunte del índice en enero obedeció a aumentos considerables en los subíndices de los aceites vegetales y los productos lácteos, que se vieron compensados en parte por una disminución de los precios del azúcar por segundo mes consecutivo. Los subíndices de la carne y los cereales no experimentaron prácticamente variaciones. Los analistas de mercado coinciden en afirmar que más allá de este aumento en los precios, para el largo plazo se mantienen incambiadas 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.

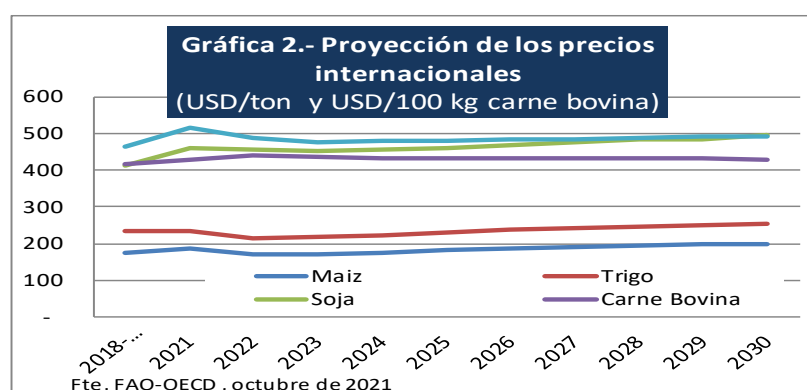
Según el último reporte de FAO-OCDE (Octubre 2021) sobre las proyecciones 2021-2030, *“se espera que el crecimiento de la demanda de los productos agrícolas se desacelere durante esta década y sea provocado, sobre todo, por el crecimiento demográfico. Los diferentes niveles de ingresos y las proyecciones de crecimiento de estos, así como las preferencias culturales en torno a la dieta y la nutrición, fundamentarán las continuas diferencias en los hábitos de consumo en los distintos países. Se prevé que el crecimiento más lento de la demanda de productos básicos agrícolas coincidirá con aumentos de la eficiencia de la producción agrícola y ganadera, lo cual mantendrá relativamente estables los precios agrícolas reales. El comercio internacional seguirá siendo esencial para la seguridad alimentaria en los países importadores de alimentos y para los medios de vida rurales en los países exportadores de alimentos. Durante esta década, la variabilidad del clima, las enfermedades de animales y plantas, los cambios en los precios de los insumos, los acontecimientos macroeconómicos y otras incertidumbres provocarán variaciones en torno a las proyecciones.”*

Las últimas proyecciones a 10 años de FAO-OCDE plantean que habrá pequeños incrementos en los precios nominales (0,8% anual para trigo, 1,3% para maíz, 1,8% para la soja, 0,6% para arroz y 0,3% para la carne vacuna). Para el caso concreto de la soja, se esperan pequeñas caídas en los precios nominales para 2022 y 2023, para luego retomar una leve tendencia al crecimiento.

¹² . Perspectivas Agrícolas FAO-OCDE 2021-2030 (octubre de 2021); USDA Agricultural Projections to 2030 (febrero 2021); Banco Mundial-Commodity Prices (octubre 2021) y FAO- Índice de Precios de los Alimentos.

¹³ . Cabe aclarar que todas estas proyecciones fueron realizadas antes del conflicto Rusia-Ucrania.

¹⁴ . FAO. Situación Alimentaria Mundial. 3 de febrero de 2022



Por su parte, las perspectivas del Banco Mundial y el USDA 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.

El Banco Mundial en su último informe de proyección de precios (octubre de 2021) muestra cómo los precios de todos los rubros se espera tengan un leve crecimiento en dólares corrientes hacia 2030 (iniciando en 2020), aunque a tasas bajas (2,4% para soja, 2,7% para maíz, 1,3% para trigo 0,7% para arroz y 1,1% carne bovina).

El USDA (febrero 2022) también espera incrementos en los precios nominales, pero menores a la inflación esperada y también por lo general de menor magnitud que el resto de los organismos. Todos proyectan aumentos de precio positivos en dolares corrientes pero en varios casos los valores caerían en términos reales.

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

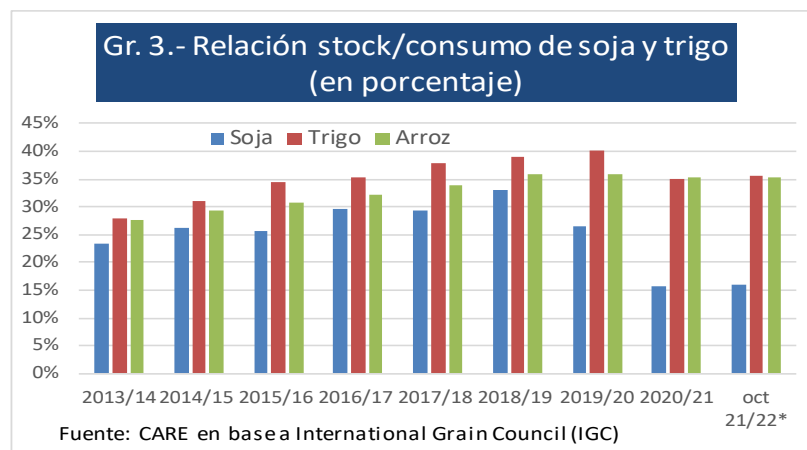
Cultivo	FAO-OCDE	Banco Mundial	USDA
Maíz	1,3%	1,5%	0,0%
Soja	1,8%	2,1%	1,3%
Trigo	0,8%	0,1%	1,0%
Arroz	1,0%	0,6%	1,3%
Carne Bovina	0,3%	0,0%	0,0%

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.

La mejor coyuntura de precios alentó a los productores nacionales a incrementar las áreas de siembra tanto para los cultivos de invierno (21% más), como para la soja (8%) y para el arroz (15%). 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 siguen siendo auspiciosas. Para el caso del arroz y el trigo la relación de stock/consumo se encuentra en valores relativamente más elevados, aunque menores a los años anteriores y con una leve tendencia a la baja.



5.1.2. El precio de la tierra

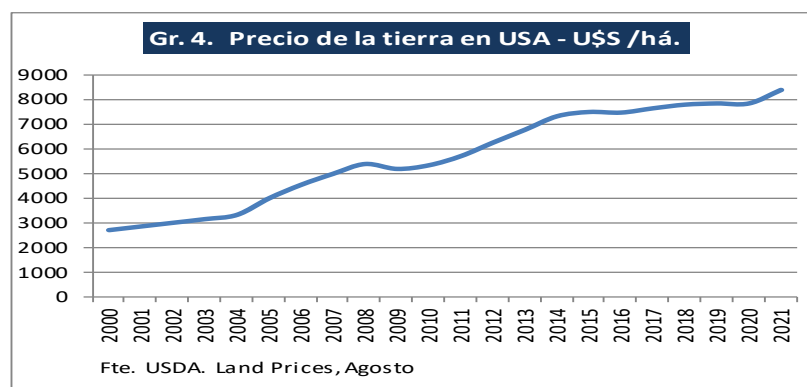
El precio de la tierra mostró una muy fuerte apreciación dólares a partir de 2004 y hasta 2014, para caer a partir de 2015 y mostrar en los últimos años una cierta estabilidad con las variaciones propias de un escaso número de operaciones; según reporta la Dirección de Estadísticas Agropecuarias del 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, podrían esperarse para el corto plazo incrementos por encima de la tendencia. La baja en las tasas de interés a nivel internacional, la política expansiva de los países desarrollados, los elevados precios de las commodities y los valores bajos de la tierra de los últimos años, podrían traer efectos positivos a mediano plazo sobre los valores de la tierra debido al mayor flujo de capitales en la búsqueda de activos reales.

En este caso se actualiza el comportamiento de los precios en 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, el precio se mantiene incambiado en 2020 y en este último año 2021 el precio de la tierra promedio tuvo un crecimiento del 7%. Si se analiza por separado las tierras agrícolas de las ganaderas, las primeras tuvieron un aumento del 7,8% mientras que las segundas un 5,7%; esto se explicaría por los aumentos de precio de los productos agrícolas.



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 2021, muestra que los precios de las tierras irrigadas se ubican en el entorno de un 30% por encima de las no irrigadas. En zonas más secas, como por ejemplo en California, las tierras irrigadas valen un 180% más que las que no lo tienen.

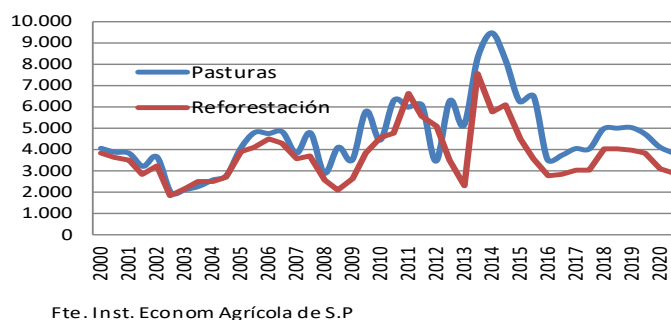
Cuadro 13. Precio de la tierra regada y no regada en el Corn Belt de EEUU (USD/ha)					
	2017	2018	2019	2020	2021
Regada	12.207	11.787	11.787	11.613	11.861
No regada	8.525	8.352	8.278	8.402	9.143
Variación en porcentaje	43%	41%	42%	38%	30%

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.

Gr.5.- Precio tierra en Brasil según destino- Estado de San Pablo U\$S/há.

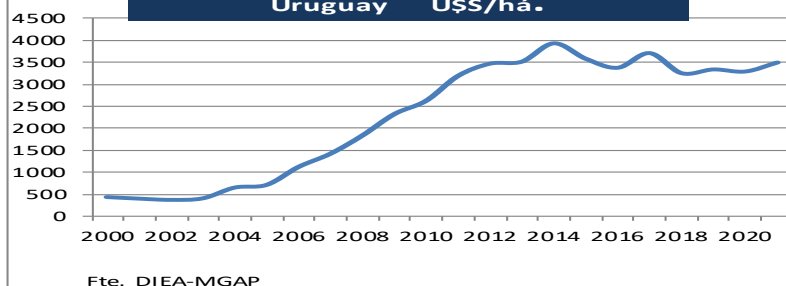


La particular situación de Argentina hace imposible disponer de una serie de precios actualizada y confiable de la tierra. La alta volatilidad de las políticas, las elevadas detracciones a las producciones agrícolas, los desajustes macroeconómicos y las restricciones al manejo de las divisas, generan 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%, en 2020 el precio promedio de la hectárea media del país vuelve a caer (-1,4%) y para el 2021 DIEA reporta una recuperación de 6,2%¹⁵.

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.

Gráfica 6.- Evolución del precio tierra en Uruguay U\$S/há.



¹⁵. "Precio de la Tierra" Compraventas año 2021, publicado el 29 de marzo 2022.

Existen otras fuentes de información realizadas por consultoras y operadores del mercado¹⁶, que utilizando diferentes criterios de tasación estiman valores de campos de características similares y teniendo en cuenta los diferentes destinos productivos. Las metodologías más utilizadas son: la comparación de ventas reales de campos similares y la valuación según las rentas esperadas. En general el valor de mercado surge de la integración de ambas metodologías. Del estudio de varias tasaciones de campos a las cuales CARE tuvo acceso, surge que para el año 2021 los campos se habrían valorizado entre un 3 y un 4%, (superior a lo que resulta de este fideicomiso) lo cual parece muy razonable teniendo en cuenta la mejora en los precios de la mayor parte de los rubros del agro.

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 que la que se nota utilizando los valores medios de la Serie de DIEA. Esto se explicaría por la elevada proporción de campos agrícolas y forestales (algunos ya forestados) en las compraventas de los últimos años.

La valorización del precio de la tierra es un componente muy importante de ingreso final del fideicomiso (77%) por lo que lo que finalmente ocurra con su comportamiento tendrá una contribución sustancial con el retorno final de la inversión. El modelo financiero supuso una valorización acumulativa anual de un 8% (en dólares corrientes) durante 12 años, por lo que resulta importante conocer que ha sucedido en el pasado como forma de tener una cierta aproximación con lo que pueda ocurrir en el futuro.

Para ello CARE analizó con la información de los precios de la tierra (en dólares corrientes) de una serie de 52 años (1970 a 2021) la variación anual en períodos de 12, en donde se observa lo siguiente:

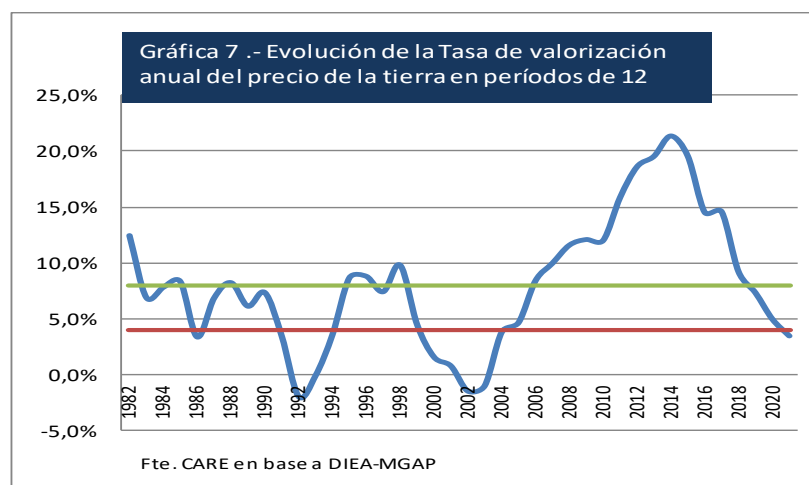
- En promedio, la evolución anual del precio de la tierra en períodos móviles de 12 años fue de 8,1%.
- No obstante en la serie aparecen 22 años (un 55%) en donde el aumento acumulativo anual en períodos de 12 años es menor al 8%, y 11 años en donde es menor al 4% valor sobre el que CARE recalculó la TIR.

Importa destacar, que esta serie de precios de la tierra es un promedio nacional y por lo tanto no considera cambios en el valor de la misma por concepto de ambientación, cambio de destino en el uso de la tierra y mucho menos el desarrollo del riego, por lo que este comportamiento no debería trasladarse a las tierras de este fideicomiso, sino solamente considerarlo como una información adicional. Finalmente, como ya se informara el contrato de fideicomiso considera la posibilidad de extender el plazo por hasta tres años

¹⁶. SERAGRO, Agroclaro, Consur 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)

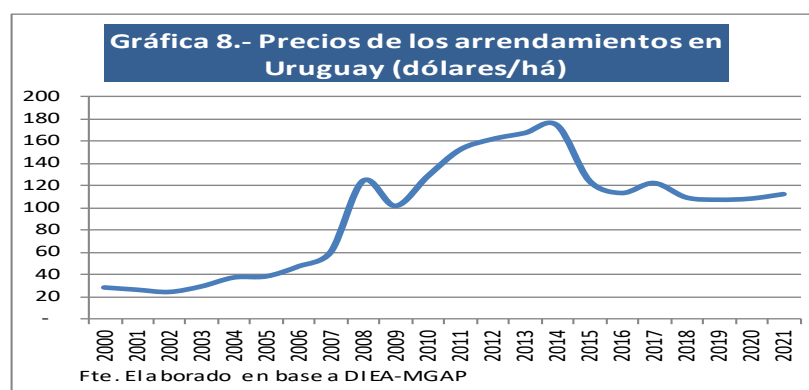
más, pudiéndose evitar de esta forma que se deba vender en una coyuntura muy desfavorable.



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 histórica¹⁸ 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 el 4% anual. Para este caso en particular el proceso de ambientación y la eventualidad del riego podrían mejorar ese porcentaje.

5.1.3. Sobre los arrendamientos

El comportamiento de los precios de los arrendamientos, en los últimos 21 años, ha mostrado una fuerte vinculación con los precios de los productos agropecuarios y al precio de la tierra. Según cifras de DIEA, este indicador ha ido en aumento hasta 2014 –con la sola interrupción en 2009- y a partir de 2015 se inició importante una caída hasta el 2016, para luego mantenerse relativamente estable, con una tendencia a empezar a crecer en los últimos años, en respuesta a los mejores precios de la coyuntura.



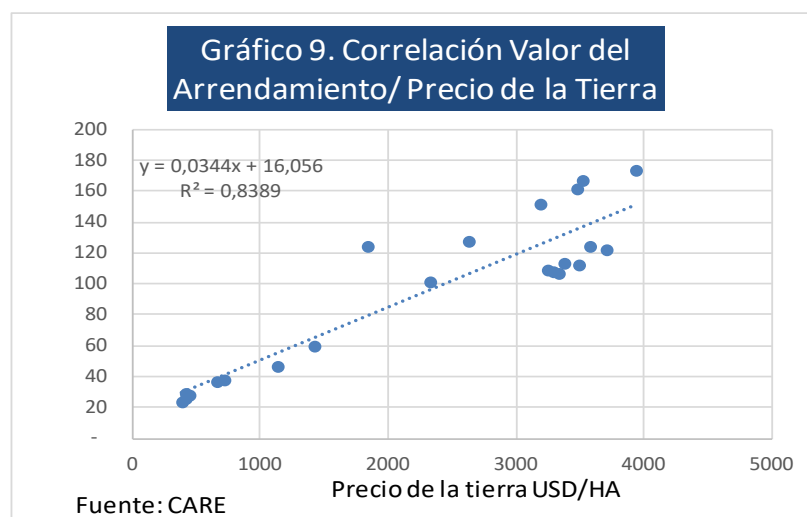
¹⁸ . Actualmente la inflación del dólar está muy por encima de los valores históricos (7% frente al 2%), no obstante se estima que en el mediano plazo la inflación de esa moneda vuelva a los niveles del pasado

Cuadro 14. Precio promedio de arrendamientos

Año	Renta (USD/ha)	Indice base 2011=100
2010	128	84%
2011	152	100%
2012	162	106%
2013	167	110%
2014	174	114%
2015	124	82%
2016	113	74%
2017	122	80%
2018	109	72%
2019	107	70%
2020	108	71%
2021	112	74%

Fuente: DIEA-MGAP

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



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

Cuadro 15. Coeficientes de Correlación

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

Fuente: CARE

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

respecto del valor de la tierra y también con relación a las proyecciones de los precios agropecuarios.

Si bien se puede constatar esa alta relación entre los valores de los arrendamientos y los valores de la tierra y de los productos agropecuarios, los efectos derivados de las situaciones excepcionales (variaciones bruscas de precios, tasas de interés o tipo de cambio) en el Uruguay, en la región o en el mundo, puede ocurrir que momentáneamente esa asociación entre los precios se pueda desarbitrar.

5.2 Las políticas públicas, el riesgo político

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

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

VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

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

*En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos y cuantitativos - tanto los presentados por el estructurador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité de calificación de CARE entiende que los títulos recogen la calificación **BBB- (uy)**¹⁹ de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.*

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrián Tambler

¹⁹ . **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. El signo (-) indica que la calificación se acerca más a la categoría inferior de acuerdo al puntaje.

Grado de Inversión mínimo.