

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

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 Oferta Pública 05 - abril - 2022

Denominación:	Fideicomiso Financiero Fondo de Tierras Uruguay
Fiduciario:	Winterbotham Fiduciaria SA Administradora de Fondos de Inversión.
Operador Administrador y Organizador:	Farm & Forestry Managment Services SRL (FMS)
Agente de Registro y Pago:	Winterbotham Fiduciaria SA Administradora de Fondos de Inversión.
Entidad Representante:	Bolsa Electrónica de Valores Sociedad Anónima
Títulos emitidos:	Certificados de participación
Moneda:	Dólares americanos
Importe de la emisión:	USD 52.010.000
Fecha de la emisión:	24 de abril 2013
Plazo:	12 años.
Distribuciones:	Anuales según resultados de ingresos por arrendamiento neto de costos y provisiones
Activos del Fideicomiso:	Inmuebles rurales con destino a arrendamiento y explotación, contratos de arrendamiento, pastoreo, entre otros.
Vigencia:	30 de noviembre de 2022
Calificación de Riesgo:	BB. uy ¹
Manual de Calificación:	Manual de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros

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

Resumen General

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

- La totalidad de los campos del Fideicomiso se encuentran arrendados desde mediados de 2020, sin embargo, los ingresos por concepto de arrendamientos no permiten obtener aun un caprate satisfactorio, como se analiza en el capítulo IV. Parte de este desvío en los ingresos por arrendamientos se estaría compensando con inversiones que los arrendatarios han realizado en algunos establecimientos, luego de que éstos tuvieran una larga vacancia. No obstante también persisten algunos problemas para el cobro de los arrendamientos.
- Ya han pasado casi 9 años desde la constitución del fideicomiso y su plazo original es de 12, las dificultades para la concreción del plan de negocios han ido erosionando las estimaciones de los resultados manteniéndose las dudas sobre la tasa de valorización esperada de los campos. Las tasaciones a diciembre de 2021 mantienen prácticamente el mismo valor que el del año anterior (-0,5%) para el total del patrimonio en tierras, por lo que sigue estando un 14,1% en dólares corrientes por debajo de los valores de compra.

Otros aspectos salientes de la calificación son:

- Una construcción financiera que desde el punto de vista jurídico ofrece las garantías necesarias tal como se aprecia en el informe jurídico de la calificación original (Véase www.care.com.uy).
- Una administración del Fideicomiso que ha tenido dificultades para lograr los objetivos esperados.
- En este período se sigue verificando un desvío entre los ingresos de arrendamientos proyectados y los reales.
- Durante 2021 se mantuvieron arrendados todos los campos del Fideicomiso en contratos de largo plazo, habiéndose solucionado los problemas de vacancia; no obstante siguen algunos problemas para las cobranzas, que se estarían encaminando. Dada la situación de no pago de las rentas de la quinta de citrus se logró la rescisión judicial del contrato de arrendamiento con la empresa citrícola y si bien se recibió una propuesta para la entrega del campo, se decidió finalmente esperar el resultado del remate judicial que se realizó el 15 de marzo de 2022, en el entendido de que podría venderse o arrendarse al comprador de Citrícola Salteña. Respecto de las dificultades en el cobro del campo de Lavalleja, el arrendatario realizó los pagos pendientes, pero persisten las acciones judiciales por un saldo que se estaría negociando contra inversiones realizadas. En el campo de Tacuarembó se verificaron también algunas diferencias con las inversiones realizadas por los arrendatarios que superan lo acordado en una primer instancia, hay un saldo de rentas no cobradas que también se están negociando contra esas inversiones.

- Al 31 de diciembre de 2021 se presenta una nueva tasación de los campos del fideicomiso la cual es realizada por una nueva consultora (CONSUR). El valor estimado para toda la cartera de campos es prácticamente igual al del año anterior, una reducción de 14 dólares por hectárea que implica una caída en el valor de 0,5%. De esta forma, el valor actual de los campos estaría un 14,5% por debajo del valor de compra.
- Para el año 2021, el caprate con los ingresos devengados respecto al valor actual de los campos se ubicó para la totalidad de los campos en el entorno del 1,7%, más alto que los de los años anteriores, lo que se explica por la ocupación plena de los predios. Si bien este indicador mejora respecto de años anteriores se mantienen en valores bajos respecto de lo que cabría esperar de acuerdo a las situaciones promedio. Este nivel de ingresos cubre los gastos del fideicomiso pero aún no permite obtener fondos netos para distribuir a los beneficiarios.
- La tasa de valorización de los campos necesaria para alcanzar el valor de compra en el plazo de duración del fideicomiso (sin prórroga), se ubica entre 2,1 y 9,7% anual, según el campo. Para el promedio de los campos la valorización anual partiendo de los precios de diciembre de 2021 debería ser del 4% anual durante los años que restan, solamente para recuperar el valor de compra; porcentaje que si bien no es desconocido no se puede afirmar que se alcance. Para recuperar el valor de la emisión², los campos deberían valorizarse en un 6% anual en dólares corrientes.
- 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, 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 mediano 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.
- En cuanto a las políticas públicas sectoriales, no se perciben riesgos en este sentido.

². El valor patrimonial del fideicomiso se encuentra al 31 de diciembre de 2021 en 8,8 millones de dólares por debajo de la emisión.

I. INTRODUCCIÓN

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

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

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

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

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

La vigencia de la calificación es hasta el 30 de noviembre de 2022. No obstante la misma puede variar ante la aparición de hechos relevantes.

2. Antecedentes generales y hechos salientes del período

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

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

a. Antecedentes generales

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

- El 30 de abril de 2019 se firmó un contrato de arrendamiento por el 100% del campo de Lavalleja, por un plazo de 5 años. Se generaron algunos problemas con atrasos en el pago de las rentas que terminaron en un juicio, que se mantiene hasta el día de hoy.
- En febrero de 2019 la empresa Citrícola Salteña SA entró en concurso de acreedores. Esta situación determinó que a partir de esa fecha se dejara de cobrar el arrendamiento de uno de los predios del fideicomiso arrendado a esa empresa (una quinta de citrus). El 8 de junio de 2021, se hizo lugar a la rescisión judicial del contrato de arrendamiento, como había sido solicitado por los abogados del Fideicomiso. Resuelta esta instancia, se están dando los pasos preparativos tendientes a obtener el cobro de los arrendamientos concursales y post-concursales impagos.
- En junio de 2020 se firmó contrato de arrendamiento a 4 años por 1.675 hectáreas en el predio de Artigas que aún no estaba totalmente arrendado, alcanzándose de esta forma el arrendamiento de la totalidad de los tres predios de ese departamento.
- Con fecha 29 de julio de 2020, se suscribió contrato de arrendamiento a 4 años por el área principal de La Española (4.300 has aproximadamente), y de esta manera el fideicomiso pasó finalmente a tener el 100% del área arrendada.
- Sobre fines de mayo de 2020 la DINAMA notificó la Autorización Ambiental Previa habilitando la plantación forestal en el predio de La Española por un total de 173 hectáreas superficie menor a lo solicitado (313 has).

b. Hechos salientes del período

- Durante el período que se informa el Fideicomiso mantiene arrendado el 100% de los establecimientos, aunque aún persisten algunas dificultades en el cobro de las rentas en dos de los predios.
- Se han logrado avances en el diferendo con uno de los campos del Fideicomiso (Lavalleja, 2941 has) ya que viene pagando las rentas aunque con cierto atraso. Queda un saldo de 26 mil dólares que el arrendatario justificaría con inversiones realizadas por encima de lo autorizado. Si bien se podría ejecutar la garantía (prenda de ganado), se entendió que no era necesario visto la voluntad de pago y la posibilidad de acordar una quita por las inversiones realizadas.
- A fines de 2021, Citrícola Salteña adeudaba al Fideicomiso por concepto de los arrendamientos post concursales, aproximadamente 700.000 USD. Se recibió de parte del Síndico del Concurso de Citrícola Salteña una propuesta para la entrega del campo en el corto plazo; consultado el Operador, este se pronunció a favor de que Citrícola Salteña permanezca en el predio a la espera del remate judicial de la empresa que se realizó el 15 de marzo de 2022. Ahora deberá decidirse si se le vende o arrienda el predio al comprador de Citrícola (Frutera). El Fideicomiso contrató un técnico citrícola para evaluar la situación y el estado del predio, y el informe fue satisfactorio.

- Se generó un diferendo con el arrendatario del área ganadera del mayor predio del Fideicomiso (Tacuarembó), ya que habría realizado inversiones por encima de lo acordado y presupuestado en el contrato de arrendamiento. En consecuencia el arrendatario se atrasó en parte de la renta del último trimestre pero no se han realizado acciones legales por el momento.
- La última tasación de los campos se realizó al 31 de diciembre de 2021 por parte de una nueva consultora (CONSUR) y estimó un valor promedio de USD 3.054/ha, lo que representa una mínima reducción (-0,5%) respecto del año anterior. El valor actual promedio de la hectárea del fideicomiso acumula un descenso del valor con respecto a su valor de compra de un 14,5%. (equivale a USD 6.992.324).

3. Información analizada

La nueva información analizada fue la siguiente:

- Información de carácter general y sectorial, de fuentes nacionales e internacionales, citadas en la realización de las Secciones IV y V, como notas al pie.
- Estados Contables del Fiduciario al 31/12/2021.
- Estados Contables del Fideicomiso al 31/12/2021.
- Informes de Winterbotham Fiduciaria S.A. el último al cuarto trimestre de 2021.
- Informes de actividades del operador, el último al cuarto trimestre de 2021.
- Informe de las tasaciones de los campos del Fideicomiso de CONSUR Sociedad de Consultores. Enero de 2022.
- Informe y entrevista con el Comité de Vigilancia.

II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

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

1. Descripción general

Denominación:	Fideicomiso Financiero Fondo de Tierras Uruguay
Fiduciario:	Winterbotham Fiduciaria SA Administradora de Fondos de Inversión.
Operador administrador:	Farm & Forestry Management Services SRL.
Agente de Registro y Pago:	Winterbotham Fiduciaria SA Administradora de Fondos de Inversión.
Entidad Representante:	Bolsa Electrónica de Valores S. A.
Cotización bursátil:	Bolsa Electrónica de Valores S. A.
Organizador:	Farm & Forestry Management Services SRL
Títulos emitidos:	Certificados de participación
Activos del Fideicomiso:	El Fideicomiso invirtió en la compra de inmuebles rurales para desarrollar una explotación agropecuaria a través fundamentalmente del arrendamiento de todos ellos.
Moneda:	Dólares
Importe de la Emisión:	USD 52.010.000
Fecha de la Emisión:	24 de abril de 2013
Plazo:	12 años
Distribuciones:	Anualmente según el resultado de ingresos por arrendamientos, netos de costos y provisiones.
Calificación de Riesgo:	BB.uy
Manual utilizado:	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros.

2. El análisis jurídico

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

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

3. Riesgos considerados

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

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

III. LA ADMINISTRACIÓN

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

1. La Fiduciaria

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

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

En esta oportunidad, la fiduciaria presenta EE.CC al 31/12/21. De los mismos se extrae la información que se expone en los cuadros siguientes:

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

Concepto	31/12/2021	31/12/2020	31/12/2019
Activo	88.052	51.811	39.529
Activo Corriente	23.460	11.869	4.000
Activo no Corriente	64.591	39.942	35.528
Pasivo	54.614	30.747	26.020
Pasivo Corriente	4.559	4.284	2.788
Pasivo no Corriente	50.054	26.463	23.233
Patrimonio	33.438	21.064	13.508
Total Pasivo y Patrimonio	88.052	51.811	39.529
Razón Corriente	5,15	2,77	1,43

Fuente: EE.CC Winterbotham

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

Concepto	31/12/2021	31/12/2020	31/12/2019
Ingreso de actividades ordinarias	26.757	19.057	10.017
Gastos de Administración	(11.698)	(10.241)	(8.104)
Resultado Operativo	15.059	8.815	1.913
Resultados de inversiones y financiamiento	1.669	1.422	1.027
Resultados antes de Impuestos	16.727	10.237	2.940
Impuesto a la Renta	(4.353)	(2.681)	(772)
Resultado del Periodo	12.374	7.556	2.168

Fuente: EE.CC Wintherbotham

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

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

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

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

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

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

En esta ocasión, el último cierre presentado fue al 31/12/20; de la lectura del mismo nada permite suponer un cambio en dicha opinión.

3. El Fideicomiso⁴

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

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

En el cuadro siguiente, se muestran los principales conceptos de la situación financiera del fideicomiso al cierre del año 2021 y su comparativo con periodos anteriores. Se definió como moneda funcional al dólar aunque, por razones legales, se presentan en moneda nacional.

⁴ Si bien el contexto nacional y mundial pudiera afectar directa e indirectamente la situación financiera del Fideicomiso, hasta la fecha de emisión de los estados financieros, la situación financiera y el resultado de las operaciones del Fideicomiso no se han visto afectadas a causa de la pandemia.

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

Concepto	31/12/2021	31/12/2020	31/12/2019
Activo	1.943.429	1.842.561	1.596.470
Activo Corriente	98.474	86.517	87.720
Activo no Corriente	1.844.956	1.756.044	1.508.751
Pasivo	11.987	18.956	9.284
Pasivo Corriente	11.987	7.324	9.284
Pasivo no Corriente	-	11.632	-
Patrimonio	1.931.442	1.823.605	1.587.186
Total Pasivo y Patrimonio	1.943.429	1.842.561	1.596.470
Razón Corriente	8,22	11,81	9,45

Fuente: EE.CC del Fideicomiso

Según el cuadro precedente, el patrimonio contable expresado en dólares a la fecha de cierre era de USD 43.2 millones, cifra inferior al valor de la emisión de USD 52 millones. Esto recoge la última tasación de los campos a valor razonable, tal como se describe en otra sección de este informe, correspondiente al cierre del ejercicio y que arrojó una leve disminución.

Los resultados del cierre al 31/12/21, se exponen en el cuadro siguiente.

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

Concepto	31/12/2021	31/12/2020	31/12/2019
Ingresos por actividades ordinarias	30.851	26.299	23.050
Costos asociados	(12.337)	(9.587)	(5.056)
Cambio en el valor razonable inversión	(11.266)	41.774	53.905
Resultado Operativo Bruto	7.248	58.486	71.900
Gastos de Administración y otros	(12.626)	(25.814)	(13.565)
Resultado Operativo	(5.378)	32.672	58.335
Ingresos financieros y otros	22	414	1.837
Costos financieros	(105)	(107)	(70)
Resultados posición monetaria neta	191	94	(50)
Resultados antes impuestos	(5.270)	33.073	60.052
Impuesto a la renta	11.546	(10.599)	(5.214)
Resultado del periodo	6.276	22.474	54.838
Ajuste por conversión	101.562	213.944	201.171
Resultado Integral del periodo	107.837	236.418	256.009

Fuente: EE.CC del Fideicomiso

En el cuadro precedente puede observarse que los resultados del último año disminuyen respecto al anterior, explicado fundamentalmente como resultado de las tasaciones reflejado en el rubro "Cambio en el valor razonable de la inversión". Todos los campos están arrendados.

4. Riesgos considerados:

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

Riesgo administración, Las dificultades que el administrador ha tenido para arrendar los campos parecen haberse superado ya que todos ellos están arrendados.. *Riesgo bajo.*

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

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

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

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

1. Bienes fideicomitidos y aspectos descriptivos del proyecto

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

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

2. Gestión de los arrendamientos

Este aspecto ha generado problemas en el funcionamiento del fideicomiso, desde el inicio, debido a las demoras en concretarlos en línea con lo programado en el plan de negocios, tanto en materia de precios como de plazos. Recién en agosto de 2020 el Fideicomiso logró arrendar el 100% de los establecimientos y las superficies, lo que se viene manteniendo hasta el presente. El porcentaje de arrendamientos había promediado el 44% en el año 2019 para ubicarse en un 79% para el promedio del año 2020.

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

En el año 2021 el caprate estimado con los ingresos devengados respecto al valor del valor a diciembre de 2021 se ubicaría en el entorno del 1,7%, sensiblemente mejor al logrado en los años anteriores, lo que se explica por la ocupación plena de los predios, aunque como se verá no resulta en un valor razonable aún. Si se considera el caprate sobre el valor de compra de los campos el porcentaje cae a 1,5%.

Cuadro 5. Cap Rate devengado por establecimiento según valor de la última tasación

Establecimiento	2019	2020	2021
La Española	0,3%	1,0%	1,8%
San Juan	0,8%	1,6%	1,4%
San Isidro	0,8%	2,5%	1,3%
La Arrocería	1,7%	1,0%	1,9%
San Tomás	0,5%	0,9%	1,1%
Quinta 28	1,0%	1,2%	0,0%
El Ombú	4,1%	3,9%	4,1%
Sopas	3,0%	2,9%	2,8%
Total	0,8%	1,3%	1,7%

Fuente: En base al Operador y Comité de Vigilancia.

La calificadora contrató en su momento un trabajo sobre la capacidad de uso de los suelos de los establecimientos del fideicomiso, y –en base a ello– estimó una línea de base mínima en materia de arrendamientos, que situaban el caprate esperable en 3.15% coincidente con el promedio nacional (el promedio nacional de los últimos 5 años se ubica en 3,30%)⁵. Por otra parte, el Comité de Vigilancia plantea para su evaluación de la marcha del fideicomiso, un “caprate mínimo”, de 2.5%. El valor obtenido respecto al valor de compra hasta el momento resulta insuficiente en la comparación con las dos referencias definidas oportunamente; también resulta insuficiente el caprate respecto del valor de mercado actual de los campos, a pesar de la reciente mejora.

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

Cabe recordar que hay también problemas de cobros en un predio y algunos conflictos en otros dos, y parte de las rentas devengadas fueron compensadas con inversiones que los arrendatarios debieron hacer ya que en algunos casos estuvieron con una larga vacancia. Por este motivo, el caprate calculado con los ingresos efectivamente cobrados para el año 2021 no alcanza a ser aún aceptable. Las largas vacancias tienen efectos por el no cobro de rentas y luego cuando se arriendan los primeros pagos se deben utilizar para realizar inversiones de activos que se deterioraron: instalaciones alambrados, caminos, desagües, etc.

La ausencia y tardanza en la concreción de arrendamientos en algunos campos, arroja incertidumbres en la valorización esperada de los mismos, ya que al momento de ser vendidos podrían no parecer atractivos al no haber generado evidencias de demanda por su explotación. Ahora se han puesto en arrendamiento todos los predios y los nuevos arrendatarios han realizado inversiones en mejoras -a cuenta de sus rentas-, eso puede mejorar el valor de los campos en un futuro.

3. El precio de compra y valoración actual.

A diciembre de 2021 se realizó una nueva tasación de los campos del fideicomiso, la que fue realizada por un nuevo tasador (CONSUR). El valor de la hectárea promedio prácticamente se mantuvo, mostró un descenso de 14 dólares por hectárea, que equivale a una reducción de un 0,5%. De esta forma se mantiene un 14,5% por debajo del valor de compra.

⁵ El valor medio de los arrendamientos según DIEA para el año 2021 fue de 112 dólares/ha mientras que el valor medio de la tierra es 3.499 dólares/ha, lo que determina un caprate a nivel nacional de 3,2%.

Si se analiza la situación particular de cada uno de los campos del portafolio con la información a diciembre de 2021, se observa que el comportamiento no ha sido el mismo en todos los casos, algunos han bajado mucho más que otros, incluso algunos han mejorado su valor de tasación respecto de la compra, en un mercado que en general ha sido también a la baja⁶. En el siguiente cuadro se presenta la relación de los precios de la última tasación y el valor de compra, para cada uno de los campos, para el promedio ponderado y también la misma variación para el promedio nacional de acuerdo a la información que publica DIEA.

Cuadro 6. Valor de los campos a diciembre de 2021 respecto de su valor de Compra

Establecimiento	Variación
La Española - Tacuarembó	-8,1%
San Juan - Artigas	-18,6%
San Isidro - Lavalleja	-8,8%
La Arrocería - Artigas	-30,9%
San Tomás - Artigas	-29,7%
Quinta 28 - Paysandú	15,9%
El Ombú - Canelones	22,8%
Sopas - Salto	1,0%
PROMEDIO FIDEICOMISO	-14,5%
Promedio DIEA (2021/2014)	-11,1%

Fuente: CARE.

Puede observarse que hay tres predios cuyas pérdidas de valor son superiores a lo ocurrido para el promedio del país, y ello coincide con aquellos establecimientos que han mostrado mayores dificultades para arrendarse. Dos predios pierden menos valor que el promedio del país y finalmente tres predios que han aumentado de valor en dólares corrientes, dos de ellos en forma significativa. Cabe acotar que los predios que han aumentado de precio de mercado son los mas chicos, los tres en conjunto representan el 9% de la superficie total.

Considerando el promedio ponderado de los campos la caída del precio fue de 14,5%, frente al 11,1% de caída para el promedio nacional.

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

• Tasas de valorización de la tierra

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

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

Con los valores de la tasación de diciembre 2021, CARE estimó cuál debería ser la tasa anual de valorización necesaria de cada uno de los campos hasta la finalización del fideicomiso para así alcanzar la TIR esperada del proyecto.

⁶ Como bien se detalla en la Sección V, los campos en el Uruguay perdieron valor entre 2014 y 2021.

Se realizaron dos estimaciones, una suponiendo que el Fideicomiso termina dentro de 4 años o sea en su plazo original (2025) y otra suponiendo que el plazo se extiende 3 años más, lo que está previsto en el contrato. Es decir, partiendo del valor establecido por la tasación en 2021, se estimaron cuáles deberían ser las tasas de valorización anual necesarias para alcanzar los resultados previstos en el proyecto original (implicaba que hubieran aumentado de valor a un 7% anual en el período de 12 años).

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

Cuadro 7. Tasas de valorización anual de los precios de la tierra necesarias para alcanzar los resultados originalmente planteados

Establecimiento	en 4 años	en 7 años
La Española - Tacuarembó	25,1%	13,7%
San Juan - Artigas	29,0%	15,6%
San Isidro - Lavalleja	25,3%	13,8%
La Arrocería - Artigas	34,3%	18,4%
San Tomás - Artigas	33,8%	18,1%
Quinta 28 - Paysandú	18,1%	10,0%
El Ombú - Canelones	16,4%	9,1%
Sopas - Salto	22,2%	12,1%
PROMEDIO	27,4%	14,8%

Fuente: CARE.

Para el período de 4 años (plazo original del fideicomiso), las tasas de valorización anual del precio de la tierra necesarias para alcanzar los resultados originales serían prácticamente imposibles de obtener, ya que serían superiores a las variaciones de precios que se dieron entre 2005-2014, y nada hace prever que ello pueda ocurrir en el corto plazo. Considerando el promedio ponderado de los campos, la hectárea media debería aumentar poco más de un 27% acumulativo anual durante 4 años.

Si el período se ampliara 3 años más, la tasa de crecimiento anual igualmente resulta muy elevada, ya que es un 72% más alta que el promedio histórico para períodos de 10 años. Para todos los campos se requerirían tasas de crecimiento de los valores que si bien en algunos casos no son desconocidas para intervalos de 10 años, no hay elementos para atribuir hoy probabilidades de que se verifiquen en el mediano plazo tasas de entre 10 y 20% de crecimiento anual y por un lapso de 7 años. Los casos más complejos serían los establecimientos que más han perdido valor. Considerando el promedio ponderado de los campos, la hectárea media debería aumentar en un 14,8% acumulativo anual.

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

Se estimó también cuál debería ser la tasa de valorización anual de los campos que hoy están tasados en valores más bajos que cuando se compraron, para que al finalizar el fideicomiso el valor sea al menos igual al valor de compra, y de esa forma se recupere al menos el capital invertido en los campos. Dicho cálculo también se realizó para 4 y 7 años de plazo y para el caso de la hectárea promedio del fideicomiso.

Cuadro 8. Tasas de valorización anual de los precios de la tierra necesarias para alcanzar el valor de la compra

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

Fuente: CARE.

En general en este caso las tasas de valorización estimadas parecen más razonables y por lo tanto la posibilidad de recuperación del valor de compra parecería más probable, atendiendo a las valorizaciones históricas; pero siempre y cuando esos campos se mantengan arrendados y se sigan mejorando. El valor de los campos en conjunto debería aumentar un 4% anual en 4 años o un 2,3% anual en 7 años para recuperar el valor de compra⁷. Individualmente en algunos predios puede que no logre recuperar el valor de la inversión (La Arrocería y San Tomás); no obstante lo que interesa es el comportamiento del conjunto.

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

La emisión fue de USD 52.010.000 y se destinaron 48.193.424 para la adquisición de los campos. Al 31 de diciembre de 2021 el valor de todos los predios según la última tasación es de USD 41.201.100, por lo tanto para recuperar el valor de la emisión, el valor de los campos debería aumentar en un 6,0% anual si se consideran 4 años o en un 3,4% anual si el plazo se extendiera (7 años).

Tasas Internas de retorno esperadas

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

Los resultados se presentan en el cuadro siguiente.

Cuadro 9. Tasa Interna de retorno según distintas tasas de valorización del precio de la tierra y tres opciones de ingresos por arrendamiento

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

Fuente: CARE

⁷ El último informe de precios de la tierra de DIEA (29 de marzo de 2022), da cuenta de un aumento de un 6% en los precios de la tierra para el año 2021, que no fue levantado en las tasaciones. Si se mantuviera para los próximos años un 4% de aumento anual se lograría seguramente el valor de la emisión.

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

Si bien, en un análisis prospectivo es posible esperar una mejora en los ingresos operativos producto de una mínima vacancia y una mejora en los cobros de los arrendamientos, dadas las dificultades constatadas en la gestión de los negocios hasta el momento, existe incertidumbre en el sentido que esto se pueda lograr.

- **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 Damodaran⁸ 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 mercado⁹.

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 variable¹⁰ 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)

⁸. A. Damodaran, "Estimating Equity Risk Premiums" Stern School of Business.

⁹. Se consideraron los betas promedio de empresas de producción primaria de bienes agrícolas en mercados emergentes según A. Damodaran. Para el promedio de los últimos años. Enero de 2022

¹⁰. Equity Risk Premium del S&P 500. Promedio últimos 5 años que fue de 4,73%

¹¹. 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.

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 (cercanos a cero en 2020) En los últimos diez años, ese rendimiento se ubicó en 2,00%, mientras que actualmente está en aproximadamente 2,05%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 futuro mediano plazo.

El parámetro “beta unlevered” de Damodaram, para enero de 2022 se ubica en 0,68 para el año 2021 y en 0,64 para el promedio de los últimos 5 años, lo que indica que la inversión en la producción agrícola tiene un menor riesgo y variabilidad que el promedio de todas las actividades en ese mercado.

A los efectos de calcular estos indicadores se tuvieron en cuenta los valores promedio de los últimos 5 años, para evitar variaciones coyunturales y tener una visión de mediano plazo¹². 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, 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 5,18%. Este valor resulta superior a las TIR's esperadas por el proyecto, lo que estaría indicando que la misma no sería atractiva. Si bien estas comparaciones coyunturales no pueden tomarse en sentido estricto, constituyen una referencia que – entre otras- ayuda a conformar un juicio sobre el desempeño general. 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) y del riesgo país.

Riesgos considerados:

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

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

¹² 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.

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 primero por pandemia del coronavirus (COVID-19) y luego por el conflicto bélico entre Rusia y Ucrania. Ambas situaciones, sumada a la sequía en buena parte de Sudamérica ha generado una fuerte tonificación de los precios de las commodities alimenticias. Sin embargo, a pesar de este comportamiento reciente de los precios internacionales; en general se espera una retracción de los mismos para el mediano plazo, para luego recuperar una leve tendencia ascendente, en niveles similares o incluso por debajo de la inflación del dólar a largo plazo.

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. En el caso particular de este Fideicomiso que le quedan pocos años, una coyuntura favorable como la actual puede ser de buen impacto.

5.1 Riesgo Económico y de Mercado

Cabe destacar que los aspectos favorables sobre el negocio agrícola que fueron argumentados en profundidad en el prospecto de emisión y en la calificación original, hoy no parecen tan robustos, al menos para el largo plazo.

El crecimiento de la población mundial, la mejora de los ingresos de las economías asiáticas, la creciente urbanización y los cambios en los patrones de dieta (hacia proteínas de alto valor) tracciona la demanda mundial de alimentos y fibras, generando oportunidades para la colocación de exportaciones del sector. 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.

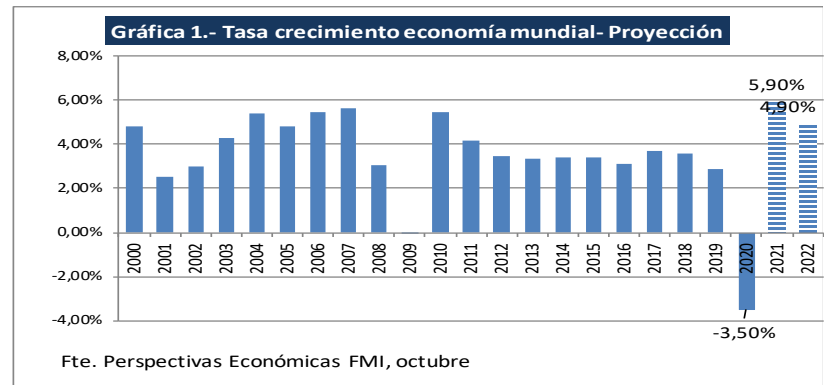
A esta situación se le suma el conflicto bélico entre Rusia y Ucrania, que por su rol estratégico como abastecedores claves de energía y alimentos, sacudió a los mercados globales y genera alta incertidumbre en los mercados de commodities. Para tensionar más aún el mercado, se espera una magra cosecha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

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 - alimenticios

La trayectoria esperada de los precios de los productos agrícolas afectan el resultado de la inversión, aunque en mucho menor proporción que los precios de la tierra.

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 biocombustibles que al masificarse, vincularon la trayectoria de precios de los mercados de alimentos también con los mercados de los bienes energéticos y **(d)** el debilitamiento del dólar que generó aumentos en los precios nominales de las commodities.

Las principales causas que impulsaron los precios al alza hasta el 2017 no se mantuvieron y el panorama 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 agricultura¹³.

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.

¹³ Diversos analistas coinciden en afirmar que se está ante un superciclo de precios de las Commodities: JPMorgan, Goldman Sachs.

A esta coyuntura, se le suma el conflicto bélico entre Ucrania y Rusia. Estos países son jugadores claves en el mercado mundial, por lo que el conflicto ha generado un importante efecto sobre los precios internacionales. Los precios 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 información,¹⁴ 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 dólar¹⁵.

El índice de precios de los alimentos de la FAO¹⁶ 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.”*

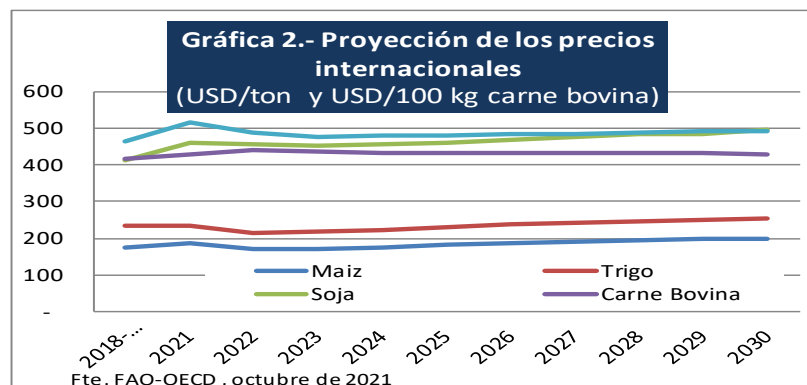
Las últimas proyecciones a 10 años de FAO-OCDE plantean que habrá pequeños incrementos en los precios nominales (0,8% anual para trigo, 1,3%

¹⁴ . 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.

¹⁵ . Cabe aclarar que todas estas proyecciones fueron realizadas antes del conflicto Rusia-Ucrania.

¹⁶ . FAO. Situación Alimentaria Mundial. 3 de febrero de 2022

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.



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 10. Tasa de evolución de los precios proyectadas para la década

Cultivo	FAO-OCDE	Banco Mundial	USDA
Maíz	1,3%	2,7%	1,0%
Soja	1,8%	2,4%	1,3%
Trigo	0,8%	1,3%	1,1%
Arroz	0,6%	-0,4%	1,3%
Carne Bovina	0,3%	1,1%	0,7%

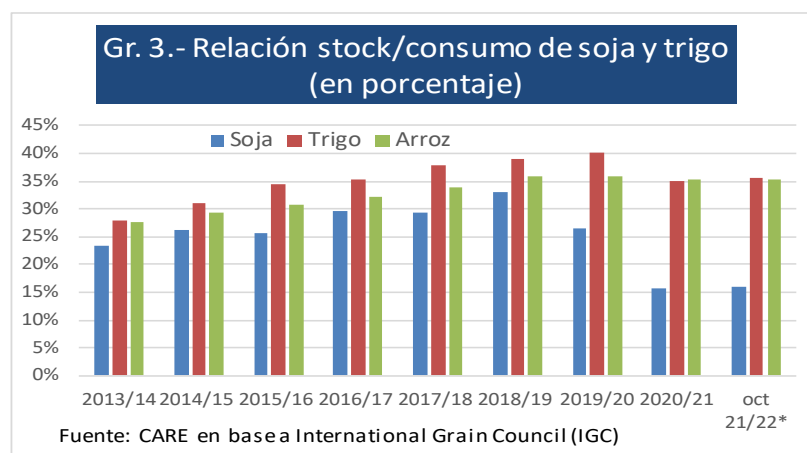
Fuente: CARE en base a BM, USDA y OECD-FAO

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.



5.3 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.

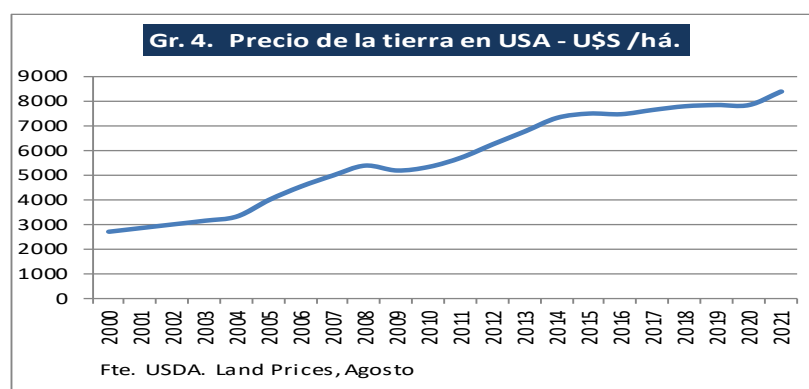
Las perspectivas de demanda internacional por tierra siguen siendo alentadoras y ubicarían los precios en niveles crecientes para el corto y mediano plazo, pero a tasas más moderadas que en el pasado. Sin embargo, podrían esperarse para el corto plazo incrementos por encima de la tendencia. La baja en 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

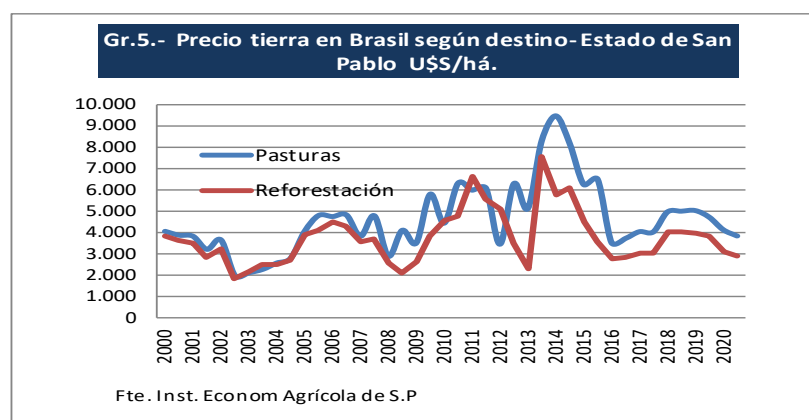
primeros años de la década del ochenta ante el cambio de la política monetaria denominado "Plan Voelker" y en menor medida, después de la crisis financiera de Lehman Brothers, y en forma muy moderada. Cualquiera de los dos shocks negativos en el nivel de precios, fueron revertidos en pocos años.

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 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.

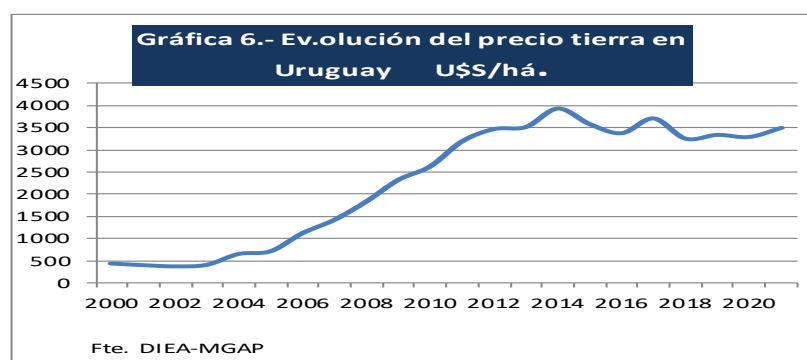
Para el año 2020, último reportado por el Instituto de Economía Agrícola de San Pablo los precios de la tierra habrían caído en forma muy importante en dólares, un 18% para las tierras de pastoreo y un 21% para las de que tienen por destino la silvicultura y pasturas naturales. Esta caída se explica 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%, en 2020 el precio promedio de la hectárea media del país vuelve a caer (-1,4%) y para el 2021 DIEA reporta un incremento de un 6,2%¹⁷.

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 mercado¹⁸, 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%, 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 comprobada¹⁹ 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.

¹⁷. "Precio de la Tierra" Compraventas año 2021, publicado el 29 de marzo 2022.

¹⁸. SERAGRO, Agroclaro, Consur y operadores privados

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.

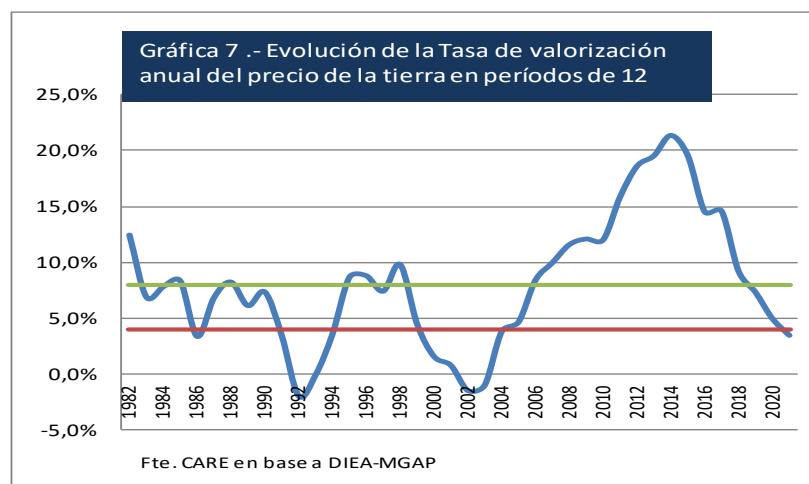
Realizando estas correcciones a la información disponible se obtienen series de precios que también muestran un comportamiento muy similar al obtenido por DIEA: un aumento sostenido y muy importante hasta el año 2014 y luego un descenso continuo hasta el presente. Con la diferencia de que ubican el precio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

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

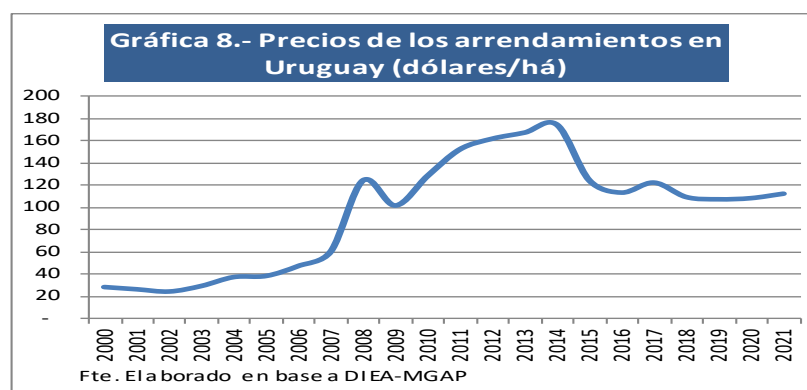
Importa destacar, que esta serie de precios de la tierra es un promedio nacional y por lo tanto no considera cambios en el valor de la misma por cambio de destino en el uso de la tierra, la realización de infraestructura, mejoras productivas, etc. Por otra parte, como ya se informara el Contrato de Fideicomiso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



CARE entiende que si bien cabe esperar para el mediano y largo plazo aumentos sostenidos en los precios de la tierra, éstos no serían de similar magnitud que el pasado. Muy probablemente los aumentos de precios compensarán la inflación de largo plazo de Estados Unidos²⁰, más un pequeño componente por incremento de la productividad de la tierra, de esta forma se deberían ubicar entre el 2 y el 4% anual en dólares corrientes.

5.4 El precio de los arrendamientos

El comportamiento de los precios de los arrendamientos, en los últimos 21 años, ha mostrado una fuerte vinculación con los precios de los productos agropecuarios y al precio de la tierra. Según cifras de DIEA, este indicador ha ido en aumento hasta 2014 –con la sola interrupción en 2009- y a partir de 2015 se inició una importante caída hasta el 2016, se recupera levemente en el 2017 y vuelve a caer a partir de 2018.



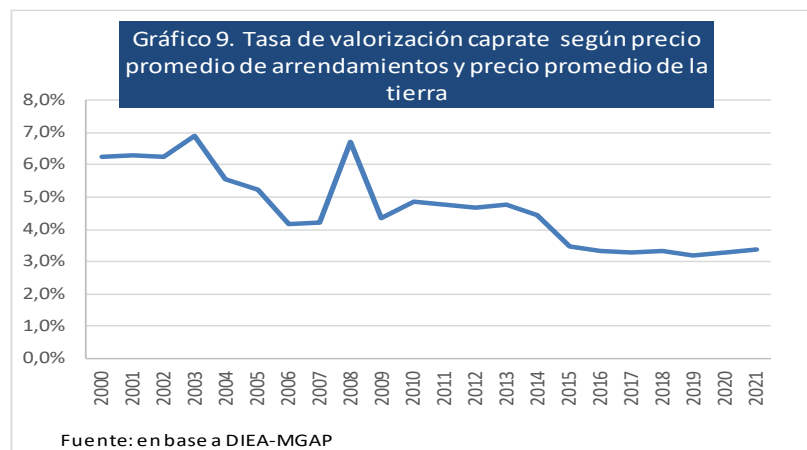
Cuadro 11. Precio promedio de arrendamientos

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%

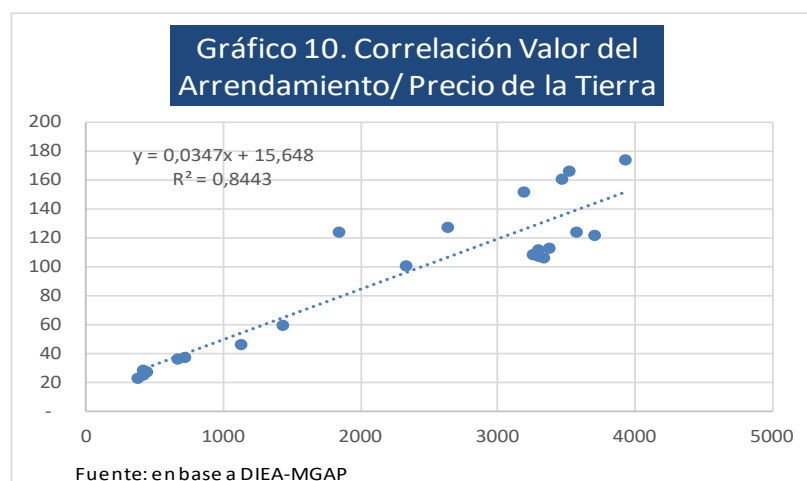
Fuente: DIEA-MGAP

²⁰ . La inflación histórica y de largo plazo de Estados Unidos ha estado en el entorno de 1,5 y 2,3% aproximadamente. En la actualidad está muy por encima de esos valores, pero no existen elementos para suponer que en el corto plazo no retorne a los niveles históricos.

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



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



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

Cuadro 12.- Coeficientes de Correlación	
Arrendamiento/	R2
Novillo	0,93
Soja	0,92
Leche	0,94
Maiz	0,88

Fuente: CARE

Se concluye que el precio de los arrendamientos, en los últimos años, guarda estrecha relación con el valor de la tierra y también con los precios de los

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

Si bien se puede constatar esa alta relación entre los valores de los arrendamientos y los valores de la tierra y de los productos agropecuarios, los efectos derivados de la situación excepcional de la pandemia y eventuales variaciones bruscas en el tipo de cambio ,puede ocurrir que momentáneamente esa asociación entre los precios se pueda desarbitrar.

5.5 Las políticas públicas, el riesgo político

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

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

VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

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

En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos y cuantitativos - tanto los presentados por el estructurador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité de calificación de CARE entiende que los títulos recogen la calificación BB (uy)²¹ de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado especulativo.

Comité de Calificación.



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrián Tambler

²¹. **BB (uy)** Se trata de instrumentos que presentan actualmente un riesgo algo mayor para la inversión que la categoría anterior, por dificultades probables en el desempeño capaces de afectar en grado mínimo la capacidad de pago, que sigue siendo adecuada. Alternativamente pueden surgir ligeras dudas en la capacidad de la administradora. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, y las características del entorno, satisfacen en conjunto aceptablemente los análisis practicados, sin perjuicio de debilidades en cualquiera de las cuatro áreas de riesgo. Se incrementa hasta un nivel medio el riesgo del instrumento ante eventuales cambios desfavorables previsibles en los activos o sus flujos, en los sectores económicos involucrados, o en la economía en su conjunto. La probabilidad de cambios desfavorables previsibles en el entorno es de media baja a media, y compatible con la capacidad de la administradora de manejarlos aunque incrementando el riesgo. **Grado especulativo medio.**