

CARE

CALIFICADORA DE RIESGO

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

Montevideo, octubre de 2024

4	RESUMEN GENERAL
7	I INTRODUCCIÓN
12	II EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACION
14	III LA ADMINISTRACION
18	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS
24	V EL ENTORNO
37	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

Calificación de Títulos de Deuda del “Fideicomiso Financiero Fondo de Tierras Uruguay” 28 - octubre - 2024

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 abril de 2025
Calificación de Riesgo:	BB-. uy ¹
Manual utilizado:	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.

Ya han pasado más de 11 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. Se mantienen las dudas sobre la tasa de valorización esperada de los campos que permita obtener una TIR aceptable, incluso una valorización mínima que permita recuperar la inversión inicial en los plazos originales. Por otra parte, por el momento los ingresos por concepto de arrendamientos no permiten obtener un caprate satisfactorio, que permita cubrir los costos del Fideicomiso y generar excedentes para distribuir entre los inversores.

En función de estas consideraciones, la asamblea realizada el 18 de abril de 2024 los beneficiarios resolvieron decretar la liquidación anticipada del Fideicomiso. Ya fueron remitidos al Banco Central del Uruguay el testimonio de acta de asamblea extraordinaria junto con el plan de liquidación y un balance especial con informe de compilación a la fecha de la asamblea. En julio de 2024 el BCU solicitó algunas aclaraciones y mayores detalles al plan de liquidación, que ya han sido contestadas y devuelto al BCU para su consideración.

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.
- Desde marzo de 2022 el Fideicomiso tiene la posesión de la quinta cítrica que estaba arrendada a Cítrica Salteña, el Operador se encuentra gestionando el mantenimiento y el manejo de los montes mientras se consigue un nuevo arrendatario. Para este año estaba previsto vender la fruta a una cítrica local y avanzar en un arrendamiento a mediano plazo con esa misma empresa. Una vez culminado el contrato de venta de fruta se podría avanzar en un acuerdo para arrendar, el que muy probablemente tendría una estructura similar al propuesto en 2023: compra de la fruta del primer año y arrendamiento para los siguientes. El resultado de la zafra de citrus para el fideicomiso no fue bueno en 2024, especialmente para las cosechas de mandarinas que fueron muy afectadas por los excesos de lluvias y las heladas del invierno. El clima afectó la calidad de la fruta y un alto porcentaje quedó sin cosechas debió ser destinada para el mercado interno y también para la industria.
- El 30 de abril de 2024 venció el contrato de uno de los predios (Sopas) y el campo fue entregado luego de que se cancelaran todas las deudas. A principios de julio ingresó un nuevo arrendatario al predio que en principio tiene un contrato de un año, teniendo en cuenta la liquidación del Fideicomiso.

- El 1 de abril venció el contrato de arrendamiento del predio San Isidro. El arrendatario no hizo entrega del campo al finalizar el contrato y mantenía una deuda cercana a los USD100.000, motivo por el cual se inició un juicio por desalojo como mal pagador, que está en curso y se mantiene abierta la posibilidad de ejecutar la prenda de ganado existente.
- Al 30 de junio de 2024 había también algunos atrasos menores en el cobro de las rentas de otros predios, motivado en gran medida por los efectos derivados de la sequía 2023, agravado en algunos casos por los excesos de lluvia del otoño 2024. Por otra, finalmente en el segundo trimestre de 2024 se efectivizó el desalojo del productor arrocero de uno de los predios y se negocia esa superficie con el arrendatario de la mayor área de ese establecimiento.
- En 2023, el caprate con los ingresos devengados respecto al valor de los campos al 31 de diciembre de 2023 se ubicó en el entorno del 1,9%, nivel levemente por debajo del año anterior, explicado por el aumento del precio de los establecimientos. Este cálculo no considera los ingresos de la quinta de citrus, ya que no refieren a arrendamientos sino a ventas de fruta. Si bien el caprate ha mejorado en relación a los años anteriores, se mantiene en valores aun bajos respecto de lo que cabría esperar de acuerdo a las situaciones promedio. Este nivel de ingresos no cubre por lo general los gastos del fideicomiso, y por lo tanto no se generan fondos netos para distribuir a los beneficiarios.
- En el período enero a junio 2024 se verifica un incremento de los ingresos en un 4% respecto de lo presupuestado, que se explica en gran medida por un mejor arrendamiento en el predio de mayor tamaño, pero también por el pago adelantado de alguna renta y el cobro de rentas atrasadas. Sin embargo, el cambio de un arrendatario (Sopas) y las dificultades citadas en el campo de San Isidro, hacen suponer a la calificadora, que al finalizar el año el caprate obtenido por el conjunto de los predios volverá a ser poco satisfactorio.
- La última tasación de los campos del fideicomiso fue realizada al 31 de diciembre de 2023, mostrando para toda la cartera de campos un aumento en promedio del 7,4% respecto de la anterior tasación y de esta forma, el valor actual de los campos en conjunto estaría un 6,5% por debajo del valor de compra.
- La tasa de valorización de los campos necesaria para alcanzar el valor de compra en el plazo de duración del fideicomiso (sin prórroga), debería ser de un 3,4% anual durante los dos años que restan; porcentaje que podría alcanzarse si se mantiene la tendencia de los últimos años. Para recuperar el valor de la emisión², los campos deberían valorizarse en un 5,5% anual en dólares corrientes, porcentaje que si bien también podría ser posible de lograr, permitiría apenas recuperar el valor nominal de la emisión, 12 años después.

². El valor patrimonial del fideicomiso se encuentra al 31 de diciembre 2023 en 5,1 millones de dólares por debajo de la emisión.

- Los factores que dieron lugar a los altos precios internacionales de los productos agropecuarios en 2022 ya no están operando, por lo que cabría esperar -según todas las fuentes internacionales consultadas-, que los valores reales de los principales productos agrícolas mantendrían su tendencia a disminuir ligeramente a lo largo de los próximos 10 años. No obstante, crecerán seguramente en valores nominales pero sin compensar totalmente la pérdida del valor del dólar. Este comportamiento se explica en gran medida como consecuencia de que el crecimiento en la demanda -que seguramente continuará-, en términos generales sería más que compensado con incrementos en la productividad y en menor medida también por la reducción de las pérdidas postcosecha.
- La caída en los precios que se verificó en los primeros meses del 2024 para el caso de la soja, maíz y trigo, se debió en gran medida a un desajuste entre la oferta y la demanda, explicada por una elevada cosecha tanto en el hemisferio norte como en el sur. Los precios deprimidos por su parte estarían contribuyendo a mejorar las ventas, por lo que cabría esperar que los valores comiencen a mejorar hacia finales del año.
- El mercado de tierra agrícola, presenta para el largo plazo tendencias de incremento en sus precios, como consecuencia del aumento sostenido de la demanda de alimentos, fibras y maderas, y a que en general las posibilidades de expansión de la frontera agrícola está cada vez más limitada. Para el caso del Uruguay, los incrementos esperados en los precios de la tierra serán seguramente más moderados que los ocurridos entre 2004 y 2014. Luego de un período de ajuste y de un comportamiento errático con escasos negocios entre 2015 y 2020, el precio de la tierra lleva tres años de aumentos: 6,2% en 2021, 6,9% en 2022 y 1,1% en 2023³. Estos últimos aumentos en los valores de la tierra se podrían explicar en parte como consecuencia del repunte de los precios internacionales en los años 2021 y 2022, por el fortalecimiento del peso uruguayo con respecto al dólar, así como también por la alta inflación internacional.
- En cuanto a las políticas públicas sectoriales, no se perciben riesgos en este sentido.

³. En 2023, vuelven a caer las superficies comercializadas por lo que los valores medios pueden estar muy influidos por la localización y calidad de los campos considerados.

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 juicio⁴.

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. Esto explica fundamentalmente la nota actual.

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

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.

⁴. 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 fue 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 dificultades en la implementación del plan de negocios en lo que refiere a la concreción de arrendamientos; al menos hasta mediados de 2020.
- 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.
- 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 Arrocería), 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 Arrocería, el cual ya se encontraba arrendado a la misma persona, por lo que mediante este contrato se amplió el área tomada en iguales condiciones y con igual garantía. La firma de este contrato implicó arrendar el campo en su totalidad, lo cual no había sido posible hasta el momento.

- 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 finalmente se compensaron con el reconocimiento de inversiones que realizó el arrendatario.
- 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).
- 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, y finalmente el 22 de marzo de 2022 el Fideicomiso recibió el campo nuevamente.
- En marzo de 2022 la empresa Citrícola Salteña fue vendida a Frutura y en consecuencia el contrato de arrendamiento y la promesa de venta futura que tenía la empresa con el Fideicomiso cayeron. La deuda pre concursal que mantenía Citrícola Salteña con el Fideicomiso era de aproximadamente USD 150.000, y la post concursal de aproximadamente USD 700.000; la primera no se cobró, mientras que de la segunda se cobraron finalmente 157.000 dólares en 2023. El campo se encuentra actualmente (desde el 30/3/22) en posesión del Fideicomiso, gestionado por el Operador y está en la búsqueda de un nuevo arrendatario.
- En la medida en que el campo fue adquirido con una promesa de venta futura, y que el precio que pagó el Fideicomiso contemplaba solo el valor de la tierra (y no de los montes citrícolas o infraestructura), cuando cae la promesa de venta futura y Citrícola Salteña es liquidada, el Fideicomiso pasó a estar en control de todo el inmueble (incluidos los montes citrícolas y toda la infraestructura sobre éste). Esto podría representar un incremento patrimonial significativo para el Fideicomiso, siempre y cuando se logre una venta futura a una empresa del rubro. Por el momento esto no ha ocurrido y no parece sencillo.
- En la actualización de marzo de 2023 CARE ajustó la nota al nivel actual.
- En mayo de 2023 el arrendatario del predio La Española comunicó su intención de rescindir el contrato, aduciendo problemas sanitarios (brucelosis), climáticos (sequía) y financieros. En setiembre de 2023 se firmó un contrato de arrendamiento con el nuevo arrendatario por un plazo de 1 año. El predio de La Española representa el 39% de la superficie del Fideicomiso y el 30% aproximadamente de los ingresos totales.

- Al 31 de diciembre de 2023 se presentó la última tasación de los campos del fideicomiso por parte de la consultora CONSUR, estimándose un valor promedio de 3.340 USD/ha, lo que representó un aumento de un 7,4% 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 6,5%. (equivale a USD 3.125.224).
- El 17 de noviembre de 2023 se realizó una Asamblea de Beneficiarios a los efectos de acordar ciertas modificaciones al contrato de fideicomiso atendiendo a la necesidad de regular correctamente el proceso liquidatorio del mismo previsto para los próximos años. Se firmó la modificación con fecha 19 de enero de 2024.

b. Hechos salientes del período

- El 18 de abril de 2024 se realizó una asamblea extraordinaria y los beneficiarios resolvieron decretar la liquidación anticipada del Fideicomiso. Tal circunstancia fue informada como hecho relevante al mercado y fueron remitidos al Banco Central del Uruguay el testimonio de acta de la asamblea junto con el plan de liquidación y un balance especial con informe de compilación a fecha de la asamblea.
- A mediados de julio se recibieron comentarios del Banco Central del Uruguay al plan de liquidación, fundamentalmente tendientes a que se detallara más el proceso en base a las instrucciones de los beneficiarios. El Fiduciario ya ha realizado las aclaraciones solicitadas.
- En principio el plan de liquidación establece los criterios de venta y los posibles plazos, así como la intervención del Fiduciarios, el Comité de Vigilancia y la Asamblea de Beneficiarios.
- Hay dos contratos vencidos desde setiembre de 2023 por superficies menores en dos establecimientos, con el mismo arrendatario, el cual está haciendo uso del año que le otorga la ley para abandonar los predios, por ser buen pagador. De cualquier manera, igualmente el Fideicomiso está llevando adelante los dos juicios de desalojo para evitar inconvenientes al momento del cumplimiento del plazo legal.
- El 1° de abril de 2024 venció el contrato de arrendamiento del predio San Isidro. El arrendatario mantiene una deuda cercana a los USD100.000 y ya había manifestado previamente que no entregaría el campo en fecha. En virtud de esta situación se le inició juicio por desalojo como mal pagador, lo que está en curso. A su vez, el Fideicomiso mantiene abierta la posibilidad de ejecutar la prenda de ganado existente dado que el cobro de las sumas adeudadas y el desalojo son independientes. Actualmente el Fideicomiso ya pagó el impuesto a las ejecuciones y se apresta a dar los pasos necesarios para recuperar el predio cuanto antes y cobrar su deuda.
- El 30 de abril de 2024 venció el contrato del predio Sopas, se cancelaron las deudas y se entregó el campo. En el mes de julio ingresó un nuevo arrendatario al predio, con un contrato a un año, que pagará una renta igual a la anterior (87 USD/ha).

- Se cobró la totalidad de lo adeudado por el anterior arrendatario de La Española, que se había documentado con cheques diferidos.
- En el primer semestre, como estaba previsto se realizó la cosecha de los montes forestales plantados por FOSA en el predio de la Española, y el retiro de la madera está previsto para los primeros meses de 2025. Ya se realizó la marcación entre líneas para la nueva plantación de primavera en el predio.
- La producción de citrus del predio Quinta 28 finalmente estuvo muy por debajo de lo esperado originalmente. Se verificaron dificultades en la cosecha de las dos especies de mandarina, no así en la naranja que se pudo cosechar sin inconveniente. Las intensas y frecuentes lluvias llevaron a que no se pudieran cosechar en forma rápida las mandarinas Clemenule y que perdieran firmeza, quedando no apta para el mercado de exportación. Variedades más tardías (Orri), fueron muy afectadas también por las fuertes heladas invernales que afectan la calidad del producto para la exportación y también para el consumo interno. Se sigue vendiendo madera de ese predio, obteniéndose un ingreso que no estaba presupuestado (unos 107 mil dólares al 22 de julio).
- El Operador está a la espera de la finalización del contrato de venta de fruta para avanzar con un contrato de arrendamiento, con la empresa que en 2023 había manifestado interés. Al no haber cerrado el arrendamiento cuando se propuso a fines de 2023, el campo quedó obligado a comenzar las tareas de mantenimiento del monte que lo preparan sobre todo para la próxima zafra. Eso determina que es probable que contrato que se negocie sea muy parecido en su estructura al propuesto en 2023: compra de la fruta del primer año y arrendamiento para los siguientes.
- Algunos predios sufrieron problemas como consecuencia de las fuertes lluvias del otoño 2024, lo que ha generado diversos problemas de atrasos en los pagos de los arrendatarios, principalmente en San Isidro, El Ombú y San Tomás. En el caso de El Ombu y San Tomas, son desvíos menores y se solucionarían con un corrimiento de los vencimientos, y no sería necesario recurrir a las garantías.
- Se decretó el lanzamiento inmediato del productor arrocero del predio San Tomás, quien entregó las instalaciones en el mes de mayo. Se están dando los pasos necesarios para que el arrendatario de ese establecimiento ocupe esa área arrocera.

3. Información analizada

La información analizada fue la siguiente:

- Estados Contables intermedios del Fiduciario al 30/06/2024.
- Estados Contables intermedios del Fideicomiso al 30/06/2024.
- Estados Contables del Operador al 31 de diciembre de 2023
- Informes de Winterbotham Fiduciaria S.A. el último al segundo trimestre de 2024.
- Informes de actividades del operador, el último al segundo trimestre de 2024.
- 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.

⁴ CARE debe recibir aun los documentos definitivos.

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 intermedios al 30/06/2024. En primer término, el estado de situación patrimonial a esa fecha.

Cuadro 1: Estado de Situación de Winterbotham (miles \$)			
Concepto	30/6/2024	31/12/2023	31/12/2022
Activo	102.171	96.814	88.392
Activo Corriente	27.315	23.382	14.203
Activo no Corriente	74.856	73.431	74.188
Pasivo	49.663	47.654	48.235
Pasivo Corriente	5.111	4.189	3.598
Pasivo no Corriente	44.552	43.465	44.637
Patrimonio	52.508	49.159	40.157
Total Pasivo y Patrimonio	102.171	96.814	88.392
Razón Corriente	5,34	5,58	3,95

Fuente: EE.CC Winterbotham

En cuanto a los resultados intermedios se presentan resumidamente en el cuadro siguiente.

Cuadro 2: Estado de Resultados de Winterbotham (miles \$)			
Concepto	30/6/2024	30/6/2023	31/12/2023
Ingreso de actividades ordinarias	14.552	13.557	27.598
Gastos de Administración	(11.227)	(8.104)	(16.574)
Resultado Operativo	3.325	5.453	11.024
Resultados de inversiones y financiamiento	1.658	(820)	1.170
Resultados antes de Impuestos	4.983	4.633	12.193
Impuesto a la Renta	(1.634)	(1.824)	(3.191)
Resultado del Periodo	3.349	2.809	9.002

Fuente: EE.CC Winterbotham

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).

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. De acuerdo a los mismos, la firma, luego de una caída en su actividad comentada tiempo atrás, se mantiene estable y nada hace suponer que pueda tener dificultades de este tipo que pongan en riesgo su gestión al frente de este negocio.

En esta ocasión, el último cierre presentado fue al 31/12/2023 (en versión no auditada); de la lectura del mismo no se encuentra ningún motivo para cambiar de opinión.

3. El Fideicomiso

El contrato de Fideicomiso se firmó el 19 de noviembre de 2012. Los Certificados de Participación escriturales fueron ofrecidos públicamente el día 24 de abril de 2013 de acuerdo con las condiciones del mercado a esa 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 primer semestre de 2024 y su comparativo con periodos anteriores.

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

Concepto	30/6/2024	31/12/2023	31/12/2022
Activo	47.337	47.281	44.219
Activo Corriente	2.249	2.219	2.187
Activo no Corriente	45.087	45.061	42.032
Pasivo	284	397	547
Pasivo Corriente	284	397	547
Pasivo no Corriente	-	-	-
Patrimonio	47.053	46.884	43.671
Total Pasivo y Patrimonio	47.337	47.281	44.219
Razón Corriente	7,92	5,59	4,00

Fuente: EE.CC del Fideicomiso

Según el cuadro precedente, el patrimonio contable a la fecha de cierre del semestre era de USD 47 millones, cifra que sigue siendo inferior al valor de la emisión recibida de USD 52 millones. En este caso no hubo revalorización de los campos, las que se harán sobre fin de año.

Los resultados parciales al cierre del 30/06/2024, se exponen en el cuadro siguiente.

Cuadro 4: Estado de Resultados del Fideicomiso (miles de USD)

Concepto	30/6/2024	30/6/2023	31/12/2023
Ingresos por actividades ordinarias	528	428	929
Costos asociados	(251)	(204)	(341)
Cambio en el valor razonable inversión	-	-	3.098
Resultado Operativo Bruto	277	224	3.687
Gastos de Administración y otros	(134)	(139)	(540)
Resultado Operativo	144	86	3.147
Ingresos financieros y otros	34	46	72
Costos financieros	(2)	(2)	(5)
Resultados posición monetaria neta	(4)	1	1
Resultados antes impuestos	172	130	3.215
Impuesto a la renta	(3)	(0)	(3)
Resultado del periodo	169	129	3.212
Otros resultados integrales	-	-	-
Resultado Integral del periodo	169	129	3.212

Fuente: EE.CC del Fideicomiso

En el cuadro precedente puede observarse la incidencia de la revaluación de los campos en los resultados del ejercicio anterior (más de USD 3 millones); en la oportunidad, eso no ocurre por tratarse de un cierre intermedio. Los resultados parciales son positivos y alineados con la actividad desarrollada tal como se analiza en otra sección.

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 de momento se han 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. Las desavenencias verificadas al inicio de esta operación parecen haberse superado. *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” es: **(a)** la emisión de los Certificados de Participación y su suscripción por parte de los Beneficiarios, **(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 llevarían 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.

Las proyecciones presentadas con posterioridad a la emisión, en razón de que ésta 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, pero en 2022 uno de los predios vuelve a quedar libre y en 2024 surgen dificultades en otro de los predios. El área actualmente no arrendada sería de un 25%, considerando el predio San Isidro.

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, y recién terminaron de arrendarse en el 2020.

En el año 2021 el caprate estimado con los ingresos devengados respecto al valor de los establecimientos a esa fecha se ubicó en el 1,7%, mejor al logrado en años anteriores, lo que se explica por la ocupación plena de los predios. En el 2022 el caprate devengado se ubicó en 2,0% y en 2023 una leve retracción (1,9%), explicado en gran medida por el mayor valor del activo tierra, ya que en 2023 tuvo un aumento de un 7,4% respecto del año anterior que no fue compensado con mayores ingresos.

Si se consideran los ingresos excepcionales de la quinta de citrus que responde a parte de la deuda post concursal de Citrícola Salteña, y la venta de madera de ese predio, el caprate aumentaría a 2,2% en 2023.

Sin embargo, como se verá, los niveles actuales de caprate no resultan en un valor razonable aún, ya que apenas alcanzaría para cubrir los costos, sin generar utilidades para distribuir entre los inversores.

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

Establecimiento	2021	2022	2023
Predio 1	1,6%	2,2%	2,1%
Predio 2	1,7%	2,1%	1,8%
Predio 3	1,7%	1,7%	1,6%
Predio 4	2,8%	2,7%	2,4%
Predio 5	1,6%	2,0%	1,9%
Predio 6	0,0%	0,0%	0,0%
Predio 7	3,5%	4,4%	4,7%
Predio 8	2,9%	3,1%	3,3%
Total	1,7%	2,0%	1,9%

Fuente: En base al Operador y Comité de Vigilancia.

Para 2024, lo que finalmente ocurra con San Isidro determinará el caprate final del año. Cuanto más de demore en recuperar el predio y volver a arrendarlo, más bajo será el *caprate* final.

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% (el promedio nacional de los últimos 5 años se ubica en 3,70%)⁵. Por otra parte, el Comité de Vigilancia plantea para su evaluación de la marcha del fideicomiso, un “*caprate mínimo*”, de 2.5%, lo que permitiría destinar un 1% para distribuir entre los inversores. El valor obtenido respecto al valor actual hasta el momento resulta insuficiente en la comparación con las dos referencias definidas oportunamente; más insuficiente resulta aún el caprate respecto del valor de compra de los campos (1,8%).

Puede observarse en el cuadro 5 que solamente un predio de los 8 logra un caprate que supera al promedio del país y son solamente dos los predios que superarían el mínimo que permitiría comenzar a generar excedentes.

En la Sección V se presenta un histórico de relaciones entre arrendamientos y valores de la tierra a nivel nacional (grafico 12).

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

3. El precio de compra y valoración actual.

A diciembre de 2023 se realizó la última tasación de los campos del fideicomiso, la que fue realizada por la misma consultora que en los dos años anteriores (CONSUR). El valor de la hectárea promedio se incrementó en un 7,4%, pero no todos los predios mostraron la misma valorización; desde un mínimo de +2,4% hasta un máximo de +13,6%). A pesar de esos incrementos, para el conjunto de los establecimientos el valor de la tasación se encuentra aún un 6,5% por debajo del precio de compra.

Si se analiza la situación particular de cada uno de los campos del portafolio con la información a diciembre de 2023, 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.

⁵. El valor medio de los arrendamientos según DIEA para el primer semestre de 2023 fue de 155 dólares/ha mientras que el valor medio de la tierra para ese mismo período fue de 3.928 dólares/ha, lo que determina un caprate a nivel nacional de 3,9%.

⁶. Como bien se detalla en la Sección V, los campos en el Uruguay perdieron valor entre 2014 y 2021. En los últimos años han recuperado y a 2023 se encontraban a nivel país en valores un 3,8% por debajo de 2014, aunque en dólares corrientes.

En el siguiente cuadro se presenta la variación de los precios de la última tasación respecto de su 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. Como puede observarse, hay 3 predios que se mantienen aún muy por debajo de su valor de compra. Por otra parte, los valores de los campos del fideicomiso en conjunto cayeron más que lo que registra DIEA para el promedio del país.

Cuadro 6. Valor de los campos a diciembre de 2023 respecto de su valor de Compra

Establecimiento	Variación
Predio 1	4,5%
Predio 2	-11,6%
Predio 3	1,8%
Predio 4	-23,2%
Predio 5	-28,0%
Predio 6	20,0%
Predio 7	40,4%
Predio 8	13,1%
PROMEDIO FIDEICOMISO	-6,5%
Promedio DIEA (2023/2014)	-3,8%

Fuente: CARE.

A nivel país, en 2023 los campos valdrían un 3,8% menos que en el año 2014 (valores nominales), fecha en la cual se adquirieron la mayor parte de los establecimientos del Fideicomiso. En este sentido, podría decirse que el momento de entrada no habría sido el mejor, ya que justamente el 2014 fue el año récord de precios⁷.

Puede observarse que hay tres predios cuyas pérdidas de valor fueron muy superiores a lo ocurrido para el promedio del país, y ello coincide con aquellos establecimientos que han mostrado mayores dificultades para arrendarse. Estos predios son los de Artigas y fueron adquiridos pensando en un modelo de producción sobre la base de caña de azúcar y sorgo, para comercializar en ALUR, proyecto que finalmente no se desarrolló con la magnitud que el operador esperaba. Por otra parte hay predios que han aumentado de precio en forma significativa, pero son los más chicos, los tres que más aumentan en conjunto representan el 9% de la superficie total.

Considerando el promedio ponderado de los campos la caída del precio fue de 6,5%, frente al 3,8% 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 prometida debía ser del 7% anual durante los 12 años de vigencia del fideicomiso. A la luz de los resultados de la tasación de 2023, resulta evidente que sería imposible que se cumpliera con el objetivo original,

⁷ El 95% del área fue adquirida entre enero y octubre de 2014.

ya que el valor del conjunto de los predios debería verse incrementado en un 125% en el plazo que resta (1 a 2 años).

Si el período se ampliara 3 años más, la tasa de crecimiento anual igualmente resulta prácticamente imposible, ya que es casi el triple que el promedio histórico para períodos de 12 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 del entorno del 20% de crecimiento anual y por un lapso de 4 a 5 años. Los casos más complejos serían los establecimientos que más han perdido valor.

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

Se estimó 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 se realizó para 2 años de plazo y también para el caso de la hectárea promedio del fideicomiso.

Cuadro 7. Tasas de valorización anual de los precios de la tierra necesarias para alcanzar el valor de la compra

Establecimiento	en 2 años
Predio 2	6,4%
Predio 4	14,1%
Predio 5	17,8%
PROMEDIO (incluye todos los campos)	3,4%

Fuente: CARE.

Si bien es probable que los predios que se encuentran muy por debajo de su valor de compra difícilmente logren alcanzar su valor original, la tasa de valorización necesaria para que el conjunto del activo tierra recupere su valor de compra parece más probable, ya que se requieren aumentos del entorno del 3,4% anual en los próximos dos años. Para ello es importante que los predios se mantengan arrendados y mejorando.

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 2023 el valor de todos los predios según la última tasación es de USD 45.068.200, por lo tanto para recuperar el valor de la emisión (52 millones), el valor de los campos debería aumentar en un 5,5% anual en los próximos dos años⁸. Este valor está levemente por encima de lo que CARE generalmente considera para realizar sus proyecciones (3 a 4%), por lo que la posibilidad de que no se logre recuperar la totalidad de la inversión original, sigue vigente.

⁸ Si bien los beneficios derivados de los arrendamientos también son parte de los ingresos del fideicomiso, éstos no se tuvieron en cuenta a los efectos de estas estimaciones, básicamente porque en todos estos años su contribución ha sido muy magra.

- **Tasas Internas de retorno esperadas**

En el año 2017 CARE sensibilizó el flujo de fondos disponible en aquella oportunidad 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.

Los resultados se presentan en el cuadro siguiente.

Cuadro 8. Tasa Interna de retorno según distintas tasas de valorización del precio de la tierra y tres opciones de ingresos por arrendamiento

Tasas de valorización de la tierra	Consideración de ingresos por arrendamientos		
	100%	75%	50%
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

Teniendo en cuenta el valor de los campos según la última tasación y considerando que los ingresos por arrendamientos no han logrado generar excedentes para distribuir entre los beneficiarios, podría concluirse que la TIR esperada con la utilización de ese modelo, sería seguramente negativa; especialmente teniendo en cuenta que queda muy poco tiempo y ya se ha decidido la liquidación anticipada del Fideicomiso.

Se cuenta en esta oportunidad con una proyección del flujo neto del Fideicomiso presentada por el Operador, sobre la cual se maneja una hipótesis de salida aplicando el plan de liquidación acordado. Esta proyección confirma las conclusiones obtenidas en las anteriores proyecciones, en relación a que la tasa de retorno para el inversor caerá con alto rango de probabilidad dentro de los rangos establecidos en los párrafos anteriores.

5. Estimación del costo de oportunidad del capital

La forma de evaluar si una TIR es atractiva o no, es compararla con el costo de oportunidad del capital.

Para las condiciones actuales de tasas de interés internacionales y riesgos, el costo de oportunidad del capital, estimado por CARE sobre la base del modelo de valoración CAPM (Capital Asset Pricing Model)⁹, es de 5,61%. Este valor se calcula sobre la base del promedio de 5 años y utilizando el "beta" promedio de empresas de producción agropecuaria, el cual se ubica en 0,91¹⁰, lo que indica que la inversión en producción agropecuaria tiene un menor riesgo y variabilidad que el promedio de todas las actividades en ese mercado. Esta estimación corresponde a una tasa en dólares americanos y dicho valor suele compararse con la TIR del proyecto.

Otros indicadores con los que podría compararse la TIR esperada del Fideicomiso podrían ser las curvas de rendimiento, que serían opciones posibles de inversión ya que están estimadas para el caso del Uruguay¹¹. En la actualidad la curva en dólares (CUD) a 10 años está en 4,76%.

⁹. A. Damodaran, "Estimating Equity Risk Premiums" Stern School of Business.

¹⁰. Se consideraron los betas promedio de empresas de producción agrícola en mercados emergentes según A. Damodaran

¹¹. Curva Spot de Rendimientos de Títulos Soberanos Uruguayos emitidos en moneda nacional indexada a la inflación o en dólares, según sea el caso

En este caso, la TIR esperada del inversor en CPs está muy por debajo de cualquiera de las tasas, por lo que la TIR esperada actualmente para los CPs, no sería satisfactoria en la comparación con estos parámetros.

Si bien estas comparaciones no pueden tomarse en sentido estricto, constituyen una referencia que –entre otras- ayuda a conformar un juicio acerca del retorno proyectado de los certificados de participación.

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 alto.*

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 y 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.

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. Por su parte, las crecientes medidas vinculadas con la protección del medio ambiente, también podrían poner en el mediano plazo restricciones al uso de la tierra.

Respecto de los precios de los productos agropecuarios, cabe destacar que los factores que dieron lugar a los máximos que alcanzaron los precios internacionales en 2022 ya no están operando y los valores reales de referencia de los principales productos agrícolas mantendrán probablemente una tendencia a disminuir ligeramente a lo largo de los próximos 10 años. No obstante, crecerán seguramente en valores nominales pero sin compensar totalmente la pérdida del valor de la moneda. Este comportamiento se explica en gran medida como consecuencia de que el crecimiento en la demanda -que seguramente continuará-, en términos generales sería más que compensado con incrementos en la productividad y en menor medida también por la reducción de las pérdidas postcosecha.

El sector productor de alimentos, enfrenta sin embargo un mercado con alta volatilidad, con precios muy dependientes de lo que suceda con la oferta y demanda, con el clima y con la economía mundial. De esta forma cabe esperar en el corto y en el mediano plazo algunos apartamientos de la tendencia histórica. En particular, como se verá, en la actual coyuntura, buena parte de los principales rubros de la producción agropecuaria, particularmente los granos, se encuentran enfrentando un mercado deprimido con precios bajos, como resultado de una elevada oferta mundial.

Este Fideicomiso en particular ya se encuentra iniciando su etapa de liquidación, por lo que parte de la información que se analiza en este capítulo -especialmente la que refiere al largo plazo- no aplica en su totalidad. El análisis del entorno se expresa en términos de grandes tendencias vinculadas a la evolución del precio de los commodities agrícolas y de la tierra.

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

1. Riesgo Económico y de Mercado

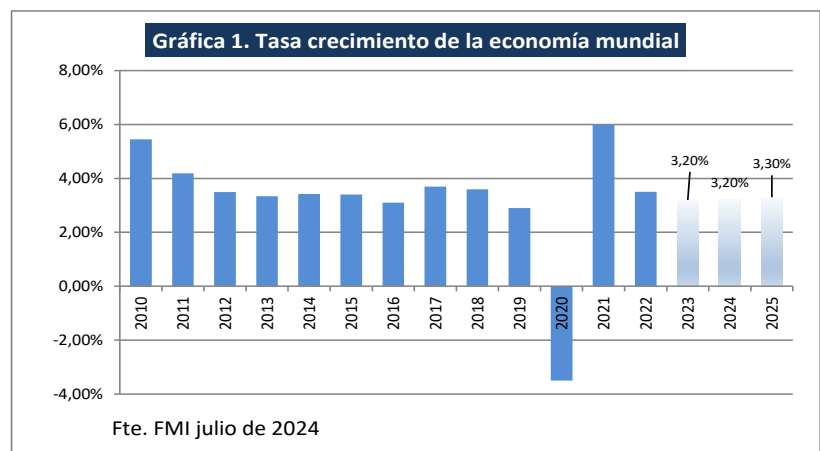
En esta sección, se describen los aspectos salientes de los dos precios que inciden en los retornos de la inversión: el precio de la tierra y el precio de los productos agrícolas.

1.1. Sobre el precio de los productos agrícolas - alimenticios

El comportamiento esperado de los precios de los productos agrícolas afecta el resultado de la inversión, aunque en menor proporción que los precios de la tierra. La trayectoria de mediano y largo plazo de los precios afecta aproximadamente el 24% de los retornos de la inversión se explican por arrendamientos y aparcerías.

Perspectivas de crecimiento de la economía mundial

El Fondo Monetario Internacional en su último informe de octubre de 2024 proyecta que la economía mundial crecerá un 3,2% en 2024 y 3,3% en 2025, manteniéndose sin cambios en términos generales respecto al pronóstico de abril y julio. De esta forma, la proyección de crecimiento mundial sería la menor de las últimas décadas, por debajo del promedio histórico de 3,8% (2000–2019).



Se mantienen los efectos negativos de las elevadas tasas de interés para combatir la inflación -a pesar de que ya han comenzado a ceder-, el repliegue del apoyo fiscal en un entorno de fuerte endeudamiento que frena la actividad económica y el bajo crecimiento de la productividad. En consecuencia se mantiene el alto nivel de incertidumbre en torno a las perspectivas económicas mundiales.

Evolución histórica de los precios

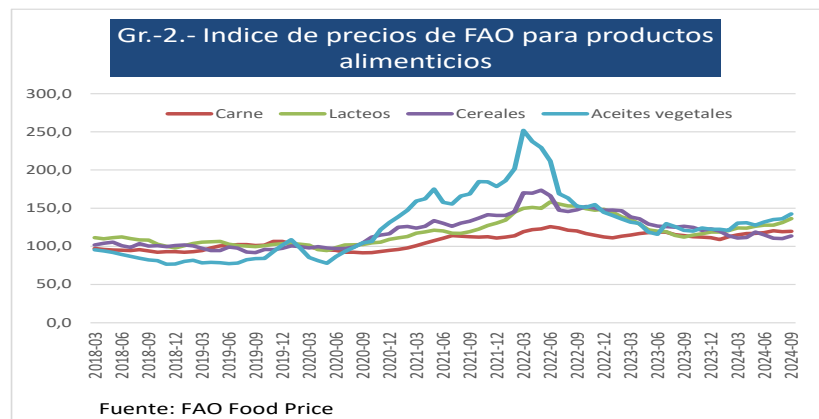
Los precios agrícolas mostraron un fuerte aumento en sus valores a partir de 2005 y hasta el 2013, producto de una serie de factores que contribuyeron a generar un shock de demanda, tales como: el incremento de los ingresos per cápita de China, una mayor apertura y desregulación de los mercados globales, la promoción de los biocombustible, el debilitamiento del dólar, entre otros. Por su parte, la producción mundial respondió rápidamente a los estímulos del mercado alcanzando en el año 2017 los mayores niveles de producción para prácticamente todos los cereales, carnes y lácteos.

Las principales causas que impulsaron los precios al alza hasta el 2013 no se mantuvieron y el panorama cambió, los precios cayeron y los valores se mantuvieron deprimidos hasta mediados de 2020.

A partir del segundo semestre de 2020, los valores de los principales productos agrícolas comenzaron a recuperarse hasta alcanzar un nuevo pico de precios sobre mediados del 2022, evidenciándose un nuevo ciclo favorable para la agricultura. Un factor importante detrás de la evolución de los precios durante ese período fue el aumento de las importaciones por parte de China por encima de los niveles de años anteriores, impulsadas en gran medida por la reconstrucción gradual de la producción de carne de cerdo, luego de la ocurrencia de la crisis derivada de la fiebre porcina africana. A esa coyuntura se le sumaron luego los efectos de la guerra entre Ucrania y Rusia (febrero de 2022), productores clave en el mercado internacional de granos y aceites, en especial de girasol, maíz, trigo y aceite de girasol.

Ya sobre mediados del 2022, una vez que se logran algunos acuerdos que permitieron ir restituyendo el comercio de granos ucranianos a través de los puertos del Mar Negro, los precios que habían aumentado significativamente comenzaron a ceder. La tendencia al ajuste a la baja de los precios de los cereales y los oleaginosos se mantuvo durante todo el año 2023 y en lo que va de 2024, estimándose que probablemente habría alcanzado su piso.

La evolución de los precios de productos alimenticios se puede observar claramente en el siguiente gráfico a través de los índices de precios que elabora mensualmente la FAO.



El índice de precios de los alimentos de la FAO se situó en setiembre de 2024 en 124,4, lo que supone un aumento de un 4,4 % respecto de su nivel de diciembre. El índice se situó un 4,4% por encima de su valor de hace un año y un 22,4% por debajo del nivel récord de marzo de 2022.

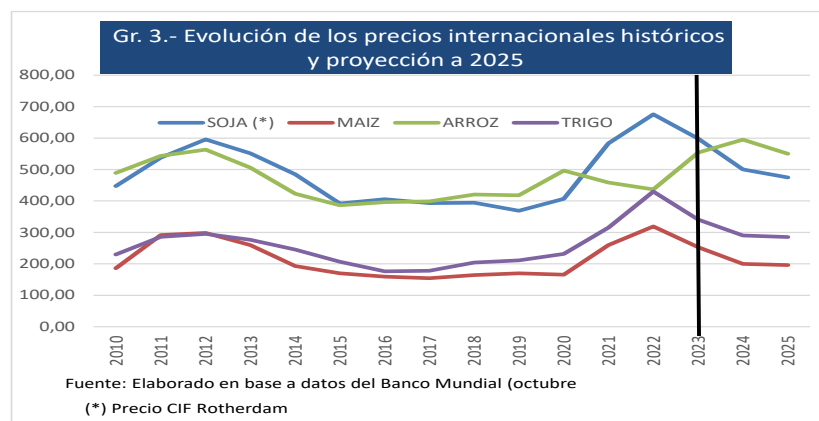
Por su parte, el índice de precios de los cereales de la FAO registró en setiembre de 2024 un promedio de 113,5 puntos, esto un 7,6% menos que en diciembre 2023 y 33,1% menos que el récord histórico (mayo 2022). Los precios mundiales del trigo para la exportación bajaron a principios de 2024, impulsados por la fuerte competencia sostenida entre los países exportadores y la llegada de la cosecha de los países del hemisferio sur. Los precios internacionales del maíz y la soja y también bajaron con la entrada de la cosecha del sur, así como también por la mayor oferta en los EEUU. También bajaron los precios mundiales de la cebada y el sorgo, mientras que el índice de precios de la FAO para todos los tipos de arroz se mantiene firme y viene en aumento.

El índice de precios de la carne de la FAO registró en setiembre un promedio de 119,6 puntos, esto es un 7,4% más que en diciembre 2023, encontrándose un 5,0% por debajo del récord histórico en junio de 2022.

Perspectivas de corto y mediano plazo

En la siguiente gráfica se presenta la evolución de los precios internacionales de los últimos años según el Banco Mundial¹² en la que se observa la evolución reciente de precios comentada y una proyección al 2025.

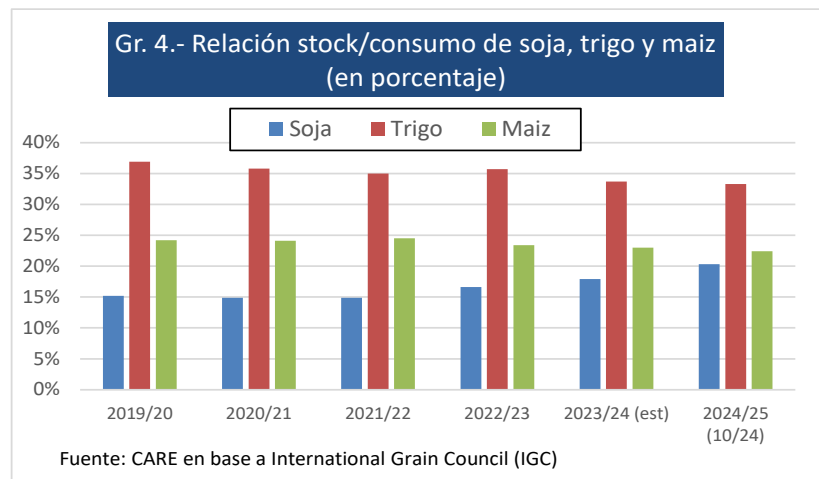
El último informe del Banco Mundial presentado en abril 2024 proyecta que luego de la reducción verificada en los precios internacionales en 2023 respecto de 2022, los precios de la soja, el maíz y el trigo seguirían ajustando a la baja en 2024 y también en 2025, aunque en valores nominales se mantendrían levemente por encima de su promedio anterior a la pandemia (2015-2019). Comportamiento diferente se observa en el arroz que muestra una recuperación respecto de 2022. Por su parte, los precios internacionales de carne vacuna caen en 2023 para luego mantenerse o mostrar leves mejoras.



Del análisis de las existencias de grano a través del ratio stocks/consumo, surge que nos encontramos en una situación estable para el caso del maíz, mientras que habría una leve reducción en el caso del trigo a pesar de que se encuentra en valores relativamente más elevados, y aún está por debajo del período 2017-2019. Para el caso particular de la soja, las existencias medidas a través del ratio stock/consumo vuelven a crecer, siendo este el cuarto año consecutivo que aumenta, lo que estaría explicando reciente reducción en los precios de exportación.

Para el caso del arroz, la relación stock consumo sigue mostrando una continua reducción desde el año 2019, lo que estaría explicando el fortalecimiento de su precio en el mercado mundial.

¹² Banco Mundial-Commodity Prices (octubre 2023) y Banco Mundial Commodity Price Data (febrero 2024).



La caída en los precios que se verificó en los primeros meses del 2024 para el caso de la soja, maíz y trigo, se debió en gran medida a un desajuste entre la oferta y la demanda, explicada por una elevada cosecha tanto en el hemisferio norte como en el sur. Los precios deprimidos por su parte estarían contribuyendo a mejorar las ventas, por lo que cabría esperar que los valores comiencen a mejorar hacia finales del año.

Perspectivas de largo plazo

CARE consultó diversas fuentes de información¹³, y todas ellas coinciden en que los factores que explicaron la recuperación coyuntural de los valores hasta mediados de 2022, ya no están operando y los precios internacionales reales de los principales productos agrícolas reanudarán previsiblemente su tendencia a disminuir ligeramente a lo largo de los próximos 10 años. En consecuencia, se mantienen las previsiones de largo plazo sin mayores cambios respecto de los informes anteriores, respecto de que el **crecimiento de los precios nominales en el largo plazo, una vez retornados a su nuevo equilibrio, no lograría compensar la devaluación del dólar, cayendo levemente en términos reales.**

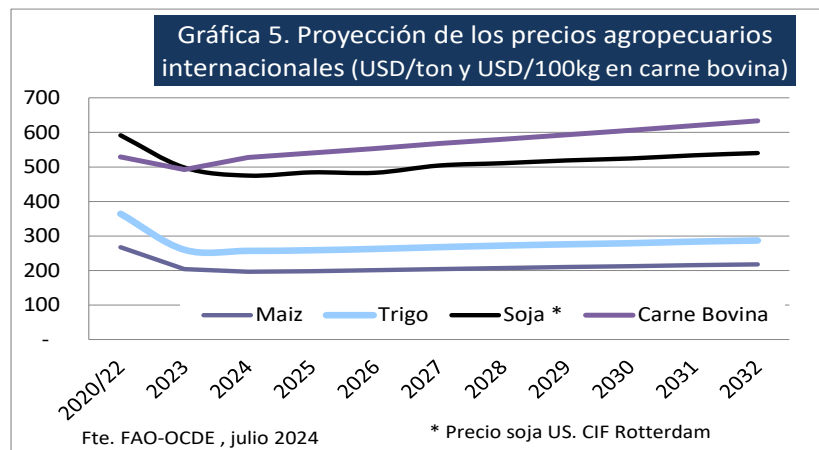
En julio de 2024 se publicaron “Las Perspectivas Agrícolas 2024-2033 de la OCDE y la FAO”, documento que ofrece una evaluación de las perspectivas a diez años para los mercados de productos básicos agrícolas. El informe analiza las tendencias de los factores demográficos y económicos que influyen en la oferta y la demanda de productos agrícolas. Los principales contenidos de este último informe son los siguientes:

- Se prevé que las economías emergentes serán quienes impulsarán la evolución de los mercados agrícolas mundiales durante los próximos 10 años, al igual que lo hicieron en los últimos 20, pero con cambios regionales relacionados con la evolución demográfica y la nueva prosperidad económica.
- Uno de los cambios destacables previsto para el próximo decenio es que la India, Asia sudoriental y el África subsahariana tendrán cada vez mayor importancia, mientras que el papel de China será cada vez menor, como consecuencia de la reducción de su población y el menor ritmo de crecimiento de los ingresos y de la estabilización de las pautas nutricionales.

¹³. Perspectivas Agrícolas FAO-OCDE 2024-2033 (julio de 2024); USDA Agricultural Projections to 2033 (febrero 2024); Banco Mundial-Commodity Prices (abril 2024) y FAO-Índice de Precios de los Alimentos.

- Se espera que la ingesta de calorías aumente 7% en los países de ingresos medios, debido en gran medida al mayor consumo de alimentos básicos, productos ganaderos y grasas. La ingesta de calorías en los países de ingresos bajos aumentará 4%, a un ritmo demasiado lento que no permitirá alcanzar el Objetivo de Desarrollo Sostenible de Cero Hambre para 2030 (ODS2).
- Se espera que la intensidad de las emisiones mundiales de gases de efecto invernadero (GEI) disminuya, ya que el crecimiento se basará en la mejora de la productividad más que en la expansión de la tierra cultivada y del número de animales; aun así, las emisiones directas de la agricultura aumentarán 5%.
- Se prevé que durante los próximos 10 años habrá una ligera caída en los precios internacionales de referencia reales de los principales productos básicos agrícolas, pero esto quizá no se refleje en los precios de los alimentos locales al por menor.

En la gráfica se presenta la proyección de los precios internacionales en dólares corrientes realizado por FAO-OCDE en base a los supuestos considerados.



Por su parte, las perspectivas del USDA son un poco más conservadoras que las de FAO-OCDE y describen para el largo plazo un panorama de gran estabilidad en los precios nominales de los productos agropecuarios durante la próxima década, suponiendo entonces una leve caída en términos nominales. En general estiman que los precios seguirían cayendo lentamente hasta 2025 o 2026 y luego se mantendrían sin cambios hasta 2033. Cabe acotar que las proyecciones en el caso de las realizadas por el USDA refieren a los precios domésticos que reciben los productores.

Como se puede observar en los gráficos precedentes, los precios de los alimentos (granos, oleaginosos y carne), se encontraban en 2022 en niveles máximos históricos o cerca de ellos. Luego se ha procesado un ajuste a la baja a partir de 2023 que culminaría seguramente en este año 2024, para luego comenzar a aumentar ligeramente en términos nominales, mientras que disminuiría en términos reales siguiendo la tendencia a largo plazo de la agricultura.

FAO-OCDE y USDA proyectan precios a 2033 y según estas fuentes al final del período los valores estarían en niveles por debajo de los récords de 2022 y también del promedio de 2023, con excepción de la carne bovina y el arroz.

En el siguiente cuadro se presenta cual sería la evolución esperada en los precios según estas fuentes consultadas, partiendo de los niveles actuales (fines de 2023 y comienzos de 2024).

Cultivo	FAO-OCDE	USDA
Maíz	0,7%	-0,5%
Soja	0,9%	-0,8%
Trigo	1,1%	-1,4%
Carne Bovina	2,8%	-0,1%
Arroz	0,1%	-0,6%

Fuente: CARE en base a USDA y FAO-OCDE

Nota: Incremento acumulativo anual

FAO-OCDE son precios internacionales, USDA son precios internos.

La tendencia de largo plazo parece estar relativamente clara, no obstante eso no implica que por situaciones coyunturales la trayectoria de los precios no vaya a mostrar desvíos.

1.2. Sobre el precio de la tierra

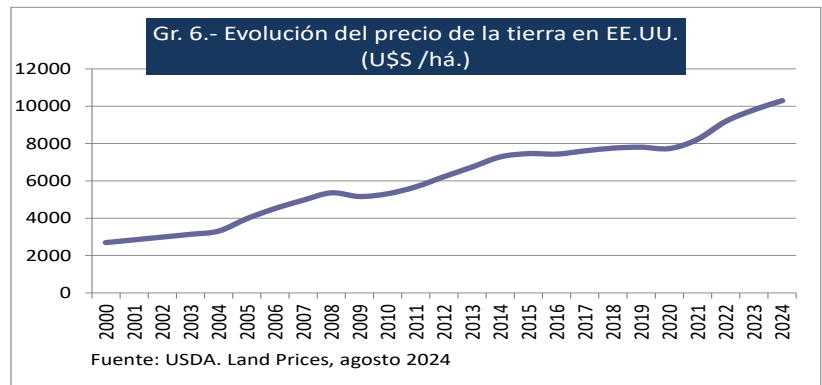
Las perspectivas de demanda internacional por tierra siguen siendo alentadoras y ubicarían los precios en niveles crecientes para el corto y mediano plazo. Esto es consecuencia de las dificultades que existen para la expansión de la frontera agrícola, sumado a la necesidad de un uso racional y sostenible del recurso suelo. Esto no implica que puedan existir variaciones de corto plazo que la aparten de esa tendencia, como consecuencia de la evolución de diversas variables que puedan afectar los precios nominales de la tierra, tales como, las tasas de interés, la devaluación de las monedas, la inflación internacional o el precio de los commodities.

En este caso se actualiza el comportamiento de los precios en diferentes países considerados de importancia, en el entendido de que sus tendencias podrían generar información respecto de lo que podría ocurrir en nuestro país.

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 Volker" y en menor medida, en la crisis financiera de Lehman Brothers y en el pandemia del Covid 19. En todos los casos las reducciones de precios fueron muy moderadas se revirtieron en pocos años.

Durante el período 2000-2024, el incremento acumulativo anual del precio de la tierra en EEUU en dólares corrientes fue de un 5,75% anual, valor superior al de la inflación de la moneda norteamericana (2,54%), lo que determina un incremento real anual del 3,14% en los últimos 24 años.

El precio de la tierra (promedio) se había mantenido relativamente estable entre 2017 y 2020, con aumentos mínimos en el entorno a la inflación del dólar, pero en los últimos 4 años los valores se recuperan fuertemente mejorando en términos reales, y también acompañando la mayor inflación. Entre 2020 y 2024 el valor de la hectárea promedio lleva acumulado un aumento de un 33,2%; si se analizan por separado las tierras agrícolas de las ganaderas, las primeras tuvieron entre 2021 y 2024 un aumento del 37,2% mientras que las segundas un 30,7%.



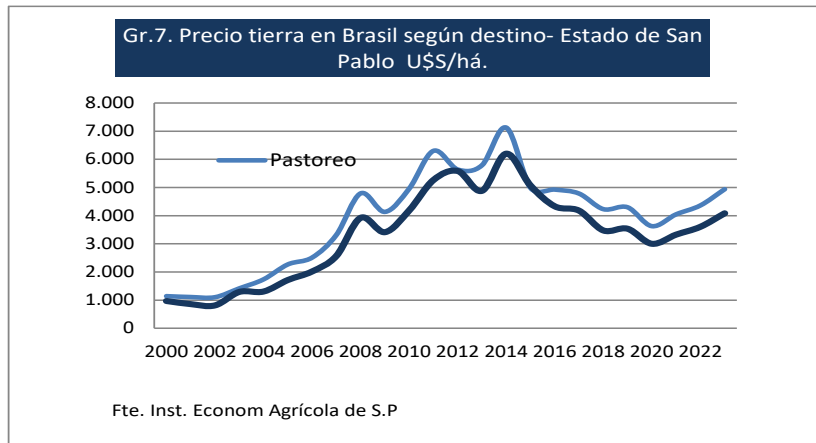
El USDA, reporta también el comportamiento de los precios de las tierras irrigadas y sin riego. Para el caso concreto de las tierras del “Corn Belt” (Missouri), el USDA en su reporte de agosto de 2024, muestra que los precios de las tierras irrigadas se ubican en promedio un 29% por encima de las no irrigadas. En zonas más secas, como por ejemplo en California, las tierras irrigadas valen un 160% más que las que no se riegan.

Cuadro 10. Precio de la tierra regada y no regada en el Corn Belt de EEUU (USD/ha)

	2020	2021	2022	2023	2024	Variación 2024/23
Regada	11.713	12.059	13.591	14.184	14.826	4,5%
No regada	8.476	9.291	10.576	11.392	11.861	4,1%
Variación en porcentaje	38%	30%	29%	25%	25%	

Fuente: elaborado en base a datos de USDA, Land Prices, Agosto 2024

El comportamiento del precio de la tierra en Brasil, está afectado por el efecto del tipo de cambio, en la medida que en ese país la cotización del recurso se realiza en su moneda (reales). Por ello, las fluctuaciones pueden ser amplificadas por este efecto. El precio en dólares muestra un crecimiento sostenido hasta el año 2014 para luego comenzar a caer hasta 2020, en un comportamiento similar al ocurrido en Uruguay. A partir de 2020 comienza a recuperarse en forma importante (12% en 2021, 8% en 2022 y 13% en 2023), pero aún se mantiene muy por debajo de los valores máximos. El aumento de precios del año 2023 en dólares se explica en parte por el incremento del precio en la moneda local y también por un fortalecimiento del real frente respecto del dólar.



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, generaron distorsiones en los valores que nada tienen que ver con la tendencia que deberían tener los precios de los campos. Los cambios que se están realizando en la política económica probablemente permitan en el mediano plazo retomar las series.

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.

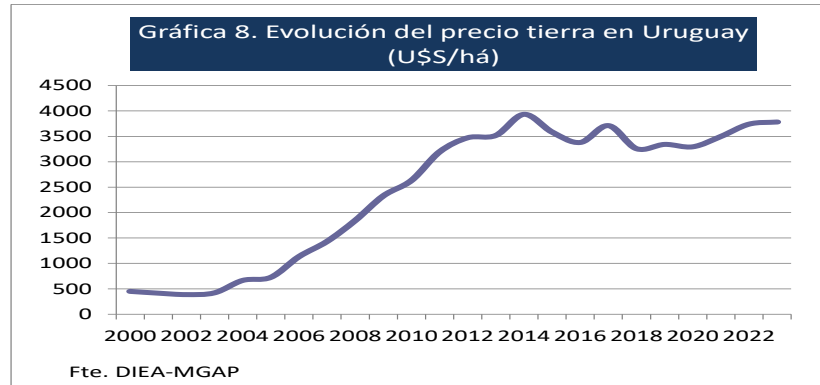
La Cámara Argentina de Inmobiliarias Rurales (CAIR), institución que analiza la evolución de ese mercado, estima que la actividad se viene recuperando lentamente en este año 2024 luego del cambio de administración. El índice de actividad que estima la Cámara¹⁴, se ubicaba en julio de 2024 en 45,55 puntos frente a los 21,52 puntos que había cerrado en diciembre de 2023, Según informa la Cámara, el mercado está demandando campos agrícolas buenos a muy buenos, aunque se mantiene muy poca oferta por el momento.

En el caso de Uruguay, la información reportada por DIEA-MGAP para el promedio de las transacciones de tierras muestra que se verificó una muy fuerte valorización de los campos a partir de 2004 y hasta el 2014. A partir de 2015 comenzó un 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 incidencia en los valores medios.

En 2021 el precio de la tierra parece retomar su tendencia histórica de crecimiento, al aumentar un 6,2% respecto del año anterior. En 2022 el precio medio vuelve a crecer en este caso 6,9%, verificándose un aumento significativo en las superficies transadas anualmente, lo que indicaría un mayor nivel de actividad en un mercado en alza. El último informe de "Precio de la Tierra" de DIEA, publicado el 15 de abril de 2024 da cuenta de un leve incremento en los valores respecto del año anterior, en este caso del 1,1%. Cabe destacar que en este último año la superficie de campos vendida vuelve a caer en forma significativa por lo que la localización y/o la calidad de los suelos vuelve tener importancia al momento de la definición del precio medio.

¹⁴ El "Índice de actividad del mercado inmobiliario rural" (InCAIR) es un índice mensual que refleja la "actividad" del mercado. Se toma como base de referencia máxima 100 puntos, correspondientes al pico de máxima actividad histórica. No refleja precios/valores, solo actividad de mercado. Se comenzó a medir a partir del mes de noviembre del 2013.

Estos últimos aumentos en los valores de la tierra se podrían explicar en parte como consecuencia del repunte de los precios internacionales en los años 2021 y 2022, por el fortalecimiento del peso uruguayo con respecto al dólar, moneda con la que se realizan las transacciones de campos, así como también por la alta inflación internacional.



Existen otras fuentes de información realizadas por consultoras y operadores del mercado¹⁵, 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, los resultados obtenidos están alineados con la información suministrada por DIEA.

Existe una proporcionalidad comprobada¹⁶ 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.

La valorización del precio de la tierra es un componente muy importante de ingreso final del fideicomiso 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.

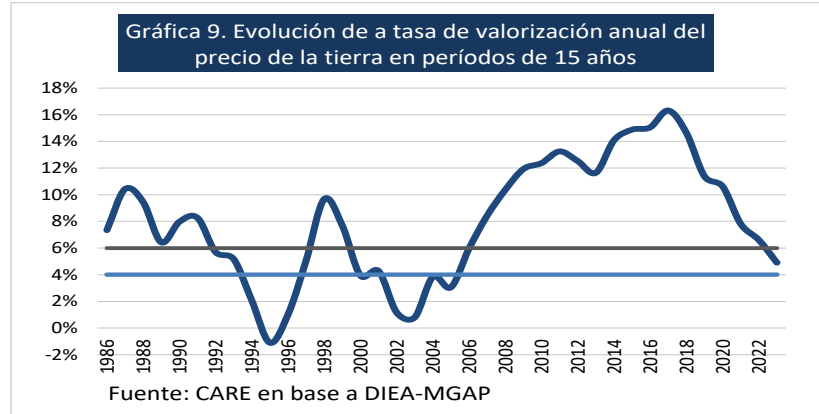
Para ello CARE analizó con la información de los precios de la tierra (en dólares corrientes) de una serie de más de 50 años (1970 a 2023) la variación anual en períodos de 12, en donde se observa lo siguiente:

- En promedio, la evolución anual del precio de la tierra en períodos móviles de 12 años fue de 7,8%.
- No obstante en la serie aparecen 17 años (un 42%) en donde el aumento acumulativo anual en periodos de 12 años es menor al 7%.

¹⁵. SERAGRO, Agroclaro, Consur y operadores privados

¹⁶. B. Lanfranco y G. Sapriza (Serie Técnica N° 187 de INIA, "El índice CONEAT como medida de productividad y valor de la tierra" 2011)

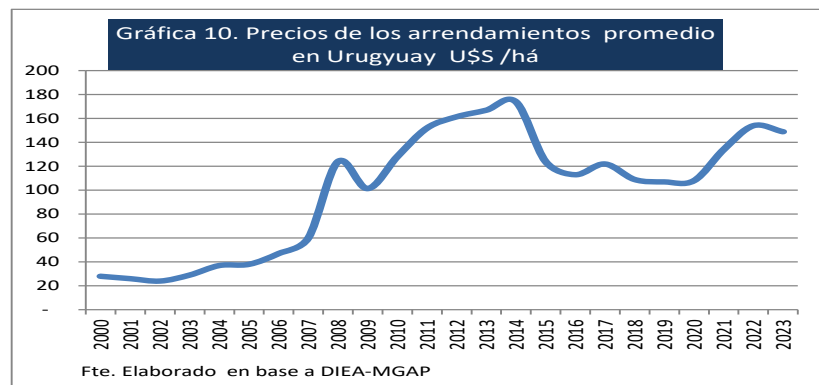
Importa destacar, que esta serie de precios de la tierra es un promedio nacional y por lo tanto no considera cambios en el valor de la misma por cambio de destino en el uso de la tierra, la realización de infraestructura, mejoras productivas, etc.



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 Unidos¹⁷, 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 en dólares corrientes.

1.3. El precio de los arrendamientos

El comportamiento de los precios de los arrendamientos, en los últimos 23 años, ha mostrado una fuerte vinculación con los precios de los productos agropecuarios y el 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, 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.



¹⁷. La inflación histórica y de largo plazo de Estados Unidos ha estado en el entorno del 2,0 y 2,3% aproximadamente. En la actualidad está aún por encima de esos valores, pero no existen elementos para suponer que en el mediano plazo no retorne a los niveles históricos..

Como puede observarse en el gráfico y en el siguiente cuadro, los arrendamientos tuvieron un aumento significativo en 2021 y 2022, y cayeron levemente en 2023, acumulando un aumento del 39% desde 2019. Los aumentos en los valores de los arrendamientos se explican por el aumento en los precios de los principales productos.

A pesar de los recientes incrementos en el valor de las rentas, éstas se mantienen por debajo de los valores del anterior ciclo agrícola (2012-2014).

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 hasta 2019, para luego estabilizarse y mostrar un leve aumento en los últimos años.

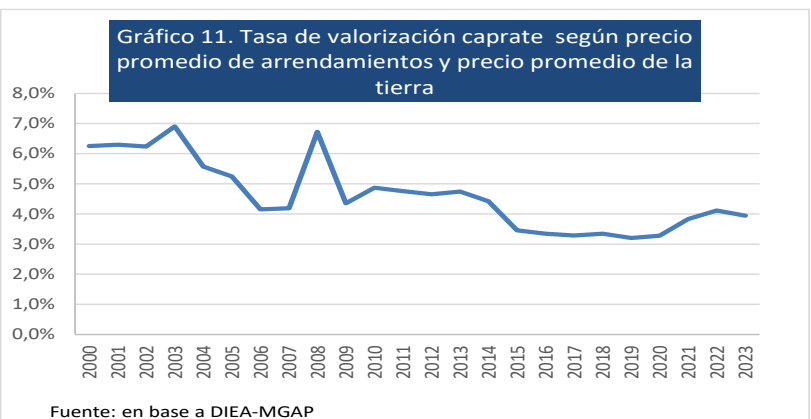
Cuadro 11. Precio promedio de arrendamientos

Año	Renta (USD/ha)	Índice 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	134	88%
2022	154	101%
2023	149	98%

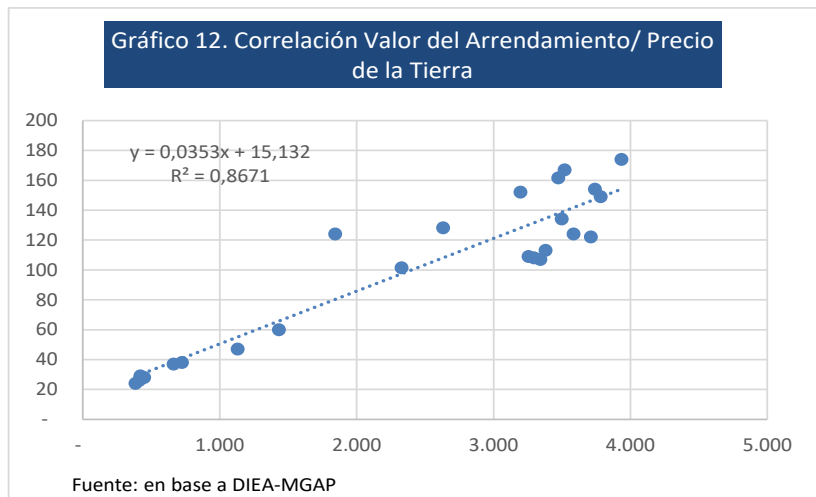
Fuente: DIEA-MGAP

A pesar de los recientes incremento en el valor de las rentas, éstas se mantienen por debajo de los valores del anterior ciclo agrícola (2012-2014).

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 hasta 2019, para luego estabilizarse y mostrar un leve aumento en los últimos años.



La relación entre el valor de los arrendamientos y el de la tierra se puede ver 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

Puede concluirse 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 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 desarticular.

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 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(-).uy¹⁸ 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 Tamber

¹⁸ **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. **El signo (-), indica que la calificación se acerca más a la categoría inferior de acuerdo al puntaje Grado especulativo medio.**