

**ACTUALIZACIÓN DE
CALIFICACION DE RIESGO DE
CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN
EN EL DOMINIO FIDUCIARIO DEL
“FIDEICOMISO FINANCIERO
TIERRAS IRRIGADAS II”**

Montevideo, octubre de 2024

4	RESUMEN GENERAL
7	I INTRODUCCIÓN
13	II EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACION
15	III LA ADMINISTRACION
20	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO DE FONDOS
26	V EL ENTORNO
37	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

Actualización de la Calificación de Oferta Pública 30 - octubre - 2024

Denominación:	Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas II
Fiduciario:	TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A.
Fideicomitente/Agente/Aparcero:	Bearing Agro S.A.
Entidad Registrante y Agente de Pago:	TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A.
Plazo del Fideicomiso:	15 años prorrogable por tres más.
Entidad Representante:	Bolsa de Valores de Montevideo.
Títulos emitidos:	Certificados de participación escriturales
Moneda:	Dólares americanos
Fecha de Emisión:	28 de diciembre de 2018.
Importe emitido:	USD 144.375.000 (ciento cuarenta y cuatro millones trescientos setenta y cinco mil dólares).
Distribuciones:	Anuales, cuando corresponda.
Activos del Fideicomiso:	Inmuebles rurales, infraestructura de riego, arrendamientos, entre otros.
Calificación de Riesgo:	BBB.uy
Comité de Calificación:	Julio Preve, Adrián Tamber y Martín Durán.
Vigencia de la Calificación:	30 de abril de 2025 ¹ .
Manual utilizado;	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros.

¹. La vigencia de la calificación puede cambiar ante la aparición de hechos relevantes.

Resumen General

CARE ha actualizado la calificación de los certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas II manteniendo la calificación BBB.uy de grado inversor.

El objeto del fideicomiso es la obtención de recursos para la compra de predios productivos en los que se invierte en riego para la producción, principalmente agrícola, generando rentas a través de contratos de aparcería con el aparcerero (Bearing Agro S.A.)².

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

- Una construcción financiera que desde el punto de vista jurídico ofrece las garantías necesarias tal como se apreció en el informe jurídico anexo en la calificación original (véase www.care.com.uy)
- De modo especial se evalúa la capacidad de gestión del agente/aparcerero, Bearing Agro que resulta crucial para el proyecto y pondera de modo significativo en la calificación. La empresa viene mostrando capacidad de llevar adelante el proyecto y los avances logrados están razonablemente alineados con el plan de negocios propuesto. Asimismo, ejecuta un emprendimiento de las mismas características que éste, a través del Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas, que también viene siendo calificado por CARE con nota de grado inversor.
- Un negocio que desde el punto de vista económico-financiero para el inversor soportó los stresses ajenos al negocio a los que razonablemente la emisora y la calificadora sometieron al proyecto en la calificación original. El operador presenta en esta oportunidad una nueva actualización del flujo financiero con información real hasta el 30 de junio de 2024, proyectando una TIR del 9,4% para el inversor. CARE sensibilizó el flujo con los criterios que generalmente considera para hacer proyecciones de largo plazo, estimando una TIR para el inversor del 6,9%, valor que resulta menor a la calculada por el operador pero se mantiene dentro de rangos aceptables para la calificadora.
- Se trata de un proyecto que desde el punto de vista físico y económico supera en el mismo sentido que en el punto anterior, diversas pruebas; y que al mismo tiempo se destaca por el nivel de cobertura de múltiples variables consideradas. Se señala entre otras cosas la virtual ausencia de vacancia en la explotación de los campos por la forma en la cual está diseñado, y el establecimiento de una renta mínima que opera en situaciones de muy baja producción.
- Se destaca la alineación de incentivos entre el Fideicomiso y el agente/aparcerero ya que éste último se comprometió a mantener una participación en el patrimonio del fideicomiso por 5.625.000 dólares, no pudiendo enajenar sus Certificados de Participación sin la autorización de los beneficiarios mayoritarios; se autoriza a transferirlos a sus accionistas³.

². Esta prevista la explotación directa por parte de terceros, siempre con la aprobación expresa de la Asamblea de Beneficiarios como ha ocurrido.

³. En el contrato original, el compromiso había sido de adquirir certificados de participación por el 7,5% del monto total de emisión de la oferta pública con un máximo de 11.250.000 dólares, comprometiéndose a mantener su participación en el patrimonio del Fideicomiso por un plazo mínimo de 5 años contados a partir de la fecha de adjudicación de los CP. Ese punto del contrato fue modificado en julio de 2020 y en abril de 2021.

- El Fideicomiso ha adquirido un total de aproximadamente 19.016 hectáreas en 6 establecimientos y habría culminado la etapa de compra de campos, con unas mil hectáreas por debajo de lo establecido en el prospecto. Las inversiones en riego se encuentran operando normalmente en cinco de los predios, está quedando solamente culminar con las inversiones en un establecimiento. La evolución de las áreas explotadas por el operador ha sido más lenta que lo previsto en el prospecto, lo que se explica por la demora en la entrega de algunos campos. Estos desvíos ya están considerados en el nuevo flujo financiero presentado en esta oportunidad.
- En campaña de verano 2023/2024 (soja y maíz) se alcanzaron rendimientos productivos muy buenos, a pesar de la escasa disponibilidad de agua en las represas al inicio y las abundantes lluvias del otoño 2024 que generaron retrasos en la cosecha, y pérdidas de rendimiento y calidad en algunas sojas tardías. En el ámbito comercial, los mercados internacionales registraron una baja significativa en el precio de la soja, mientras que el mercado local también experimentó un retroceso en el precio del maíz. Las rentas recibidas por el fideicomiso por los cultivos de verano realizados por el aparcero fueron de 2,4 millones de dólares, a lo que debe sumarse las rentas de los arrendatarios agrícolas (202 mil dólares). Aparte de lo percibido por los cultivos de verano el Fideicomiso recibió ingresos por la renta ganadera, la forestal y por los cultivos de invierno.
- En la campaña de invierno 24/25, se plantaron 110 hectáreas de cebada y 335 hectáreas de colza, y el operador informa que a la fecha los cultivos se encuentran en su etapa de floración presentando una buena condición.
- Para la zafra de cultivos de verano 24/25 se proyectó una reducción significativa del área de soja, principalmente como consecuencia de la presión internacional a la baja de su precio. Por otra parte, se sembrará una mayor superficie de maíz, aprovechando que las represas están llenas, ya que es un cultivo con mayor demanda de agua y con muy buena respuesta al riego. También se plantará sorgo y maíz tardío.
- La última tasación de los campos del fideicomiso se presentó a diciembre de 2023, y para los 6 establecimientos. El monto total de los campos y sus mejoras en riego asciende a los 175,69 millones de dólares, representando ello un aumento del orden del 23% con relación al año anterior. Importa destacar que las tasaciones no habían mostrado prácticamente aumentos en los últimos años y además en 2023 se realizaron inversiones importantes en uno de los predios.
- 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 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.

- 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 cuatro años de aumentos: 6,2% en 2021, 6,9% en 2022, 1,1% en 2023 y 3,4% para el primer semestre de 2024⁴. 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.

⁴. La información refiere a los valores medios de la hectárea, por lo que puntualmente pueden estar influidos por la localización y calidad de los campos considerados cada año.

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 Tierras Irrigadas II".

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

El marco conceptual de esta calificación supone un ejercicio prospectivo por el cual se confiere una nota que califica el desempeño esperado del fideicomiso, su capacidad de generar en el tiempo utilidades, conforme al proyecto de ejecución del negocio agrícola con infraestructura de riego, que su administración está mandatada a realizar. Admitido el rango de T.I.R.s derivado de múltiples simulaciones razonables para el proyecto, 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 a partir del 3 de abril de 1998. Califica conforme a su metodología oportunamente aprobada por dicha autoridad, seleccionando los profesionales necesarios para integrar en cada caso el comité de calificación, el que juzga en función de sus manuales. Estos, su código de ética, registros y antecedentes se encuentran disponibles en el sitio web: www.care.com.uy así como en el del regulador: www.bcu.gub.uy. El comité de calificación estuvo integrado en este caso por Julio Preve, Martín Durán Martínez y Adrián Tamber. El análisis de las contingencias jurídicas fue realizado, en su comienzo, por el Dr. Leandro Rama Sienra (ver Anexo I de la calificación original).

2. Antecedentes generales y hechos salientes del período.

Antecedentes generales

Como principal antecedente a destacar es que la empresa (Bearing Agro) lleva adelante un negocio de similares características, el Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas, que emitió 50 millones de dólares, explota unas 5.900 hectáreas de campo, que se viene ejecutando sin mayores contratiempos y es también calificado por CARE.

El objeto principal del "Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas II" fue la emisión de certificados de participación de oferta pública, a los efectos de obtener los recursos necesarios para ejecutar el plan de negocios del Fideicomiso que consiste en la adquisición de predios, conforme al protocolo de selección de campos, así como en la financiación de la ejecución de las inversiones en riego.

El Fideicomiso no realiza por sí la explotación de los predios sino que procura generar rentas celebrando contratos de aparcería con el aparcerero, para la actividad principalmente agrícola. Dicha renta deriva de la contraprestación que tiene el Fideicomiso en los contratos de aparcería consistente en el 23% (veintitrés por ciento) de la producción bruta que se obtenga. Las actividades no agrícolas pueden ser realizadas directamente por el aparcerero y/o a través de terceros bajo la responsabilidad del aparcerero, y debe ser aprobada previamente por el Comité de Vigilancia, en cuyo caso el Fiduciario deberá convenir con el aparcerero la modalidad de contratación. A partir de la modificación del contrato del fideicomiso de julio 2020, la explotación agrícola también puede ser realizada por terceros, siempre bajo la responsabilidad del aparcerero y con el aval del Comité de Vigilancia.

El porcentaje de la retribución pagadera bajo los contratos de aparcería con relación a la producción agrícola, es susceptible de un incremento, en lo que respecta a los cultivos de soja y maíz sembrados en el área regada, cuando el volumen de producción supere determinados parámetros que están establecidos en el contrato. El porcentaje máximo alcanza al 27%.

El contrato de Fideicomiso prevé pagos mínimos agrícolas del aparcerero. Este pago mínimo es el equivalente en dinero al precio de 600 kilos de soja por hectárea efectivamente explotada con dicho grano por año agrícola y a 1.200 kilos de maíz por hectárea para el caso del área explotada con ese cultivo. Respecto de la actividad pecuaria, es de aplicación un pago mínimo ganadero, a ser acordado entre el Fiduciario y el aparcerero, en base a la opinión del Comité de Vigilancia.

El prospecto preveía la posibilidad de que el Agente propusiera la compra directa o indirecta (a través de una entidad, sociedad o cualquier modalidad de patrimonio de afectación con propósito específico) de inmuebles rurales en la República de Paraguay siempre y cuando dichas inversiones no representaran más de un 20% del total del monto previsto para la inversión y puesta a punto de los inmuebles. Dichos activos serían de carácter principalmente ganadero y deberían tener potencialidad de riego. Esto no ocurrió.

Al vencimiento del plazo del Fideicomiso, ya sea el plazo original (15 años) o su prórroga (máximo de tres años), se procederá a la liquidación del Patrimonio Fiduciario, para lo cual se procederá a enajenar los predios.

Respecto del ingreso bruto total estimado, un 76% correspondería aproximadamente a la venta de la tierra al final del proyecto, y un 24 % a los ingresos por aparcería.

El 21 de diciembre de 2018 se realizó la suscripción de los certificados de participación del Fideicomiso.

El Fideicomiso firmó en el año 2019 un contrato de arrendamiento forestal con Montes del Plata (Eufores S.A.) para el arrendamiento de aproximadamente 3.110 hectáreas aptas para forestación. El precio del arrendamiento inicial fue de USD 150 por hectárea efectiva arrendada por año, ajustándose anualmente en base a la evolución del precio internacional de la celulosa. El contrato cuenta con un plazo de 10 años, prorrogables automáticamente, pero en ningún caso podrá excederse más allá del 31 de agosto de 2031.

El 7 de julio de 2020 se realizó la Asamblea de Beneficiarios en la cual por unanimidad se aprobó la modificación del contrato del fideicomiso, el que se firmó el 14 de julio. Las principales modificaciones son:

- o **Forma de retribución del los contratos de aparcería.** Se establece que para el caso de los cultivos de invierno la forma de retribución de esos contratos se acordará en cada zafra, si no hay acuerdo previo se retribuye igual que los cultivos de verano.
- o **Actividad agrícola por terceros.** Se acuerda permitir que terceros distintos al aparcerero puedan realizar actividad agrícola en los predios del Fideicomiso.

El 6 de abril de 2021 se realizó una Asamblea de Beneficiarios en la cual se resolvió realizar ciertas modificaciones al contrato de Fideicomiso. El 14 de abril de 2021 se firmó la modificación del contrato que tuvo por objeto disminuir el monto máximo de la emisión pasándose de 150.000.000 dólares a 144.375.000 dólares. Asimismo libera parcialmente a Bearing Agro de su obligación de integrar CPs por hasta la suma de USD 11.250.000, acordando que dicha empresa integre CPs por hasta la suma de USD 5.625.000. En octubre de 2023 se realizó la última integración de Certificados de Participación por un total de USD 3.887.784, completándose el monto máximo de 144.375.000 dólares.

Dos predios fueron adquiridos con contratos vigentes de arrendamiento, motivo por el cual no pudieron empezar a ser explotados inmediatamente por el aparcerero, aunque si se pudo ir avanzando en las inversiones en riego. Uno de ellos entró en producción en la campaña de invierno 22/23 y el otro en la campaña de verano 23/24.

El 27 de mayo de 2021 el Fideicomiso celebró otro contrato de arrendamiento de inmuebles rurales con Eufores S.A., por el cual este toma en arrendamiento 1.070 hectáreas de uno de los establecimientos, para la producción forestal. El plazo del contrato es de 30 años a contar desde la entrada en vigencia del mismo.

El 25 de enero de 2022 se realizó una asamblea de beneficiarios del fideicomiso que tuvo por objeto cambiar la integración del comité de vigilancia y la forma de ajuste de sus honorarios. Hasta ese momento el comité de vigilancia era Pablo Gorriti y a partir del cambio la responsabilidad será de GBR AGRO SRL, una sociedad de la cual éste es socio.

El 26 de mayo de 2022 se realiza una nueva asamblea de beneficiarios del fideicomiso con el objetivo de modificar algunos puntos del contrato del Fideicomiso, los que son aprobados por unanimidad. Los principales aspectos modificados son:

- o El fiduciario podrá otorgar derechos de usufructo -incluso gratuitos- en forma directa a favor de terceros, con la recomendación del operador y el comité de vigilancia, siempre que se encuadre dentro de un proceso de compra de un nuevo predio.
- o El fiduciario podrá dentro de un proceso de compra de un predio, tomarlo en arrendamiento o comodato para que integren el patrimonio fiduciario, siempre y cuando pueda subarrendarlo, firmar contratos de aparcería, cumpliendo con el normal desarrollo del plan de negocios.
- o Las servidumbres mineras no serán impedimentos para la compra de un predio, siempre que el operador y el comité de vigilancia entiendan que ello no impide el normal desarrollo del plan.

En junio de 2022 culminó el proceso de cambio en el directorio de Bearing Agro el cual se efectivizó a partir del 11 de agosto de 2022. Estos cambios no alteran el juicio favorable al funcionamiento de la firma administradora.

En julio de 2022 se concretó la compra del sexto establecimiento ubicado en el departamento de Soriano con un área de 1.714 has a USD 9.700 por ha. Con la compra de este último campo y las inversiones proyectadas, se completaron las inversiones a realizar con la emisión prevista en el fideicomiso.

El prospecto del fideicomiso proyectaba la adquisición 20.079 hectáreas de campos a un valor de USD 6.210 por hectárea. Finalmente se adquirieron 19.016 y el precio promedio de compra fue de a USD 5.963 por ha, levemente por debajo de lo proyectado, como consecuencia de la adquisición de campos con una mayor área de aptitud forestal y por consiguiente, a un menor precio del previsto en el prospecto original. El aumento del área forestal fue definido en conjunto con el Comité de Vigilancia en función a las buenas tasas de retorno prevista para los campos adquiridos.

En el siguiente cuadro se presenta el uso del suelo proyectado con la explotación completa de los predios y se compara con lo previsto en el prospecto.

Cuadro 1: Uso del suelo (prospecto vs real)

Area	Prospecto		Real al 30/06/2024	
	Hectáreas	Porcentaje	Hectáreas	Porcentaje
Agricultura bajo riego	7.978	40%	5.516	29%
Agricultura de secano	3.769	19%	2.681	14%
Ganadería	3.433	17%	4.473	24%
Forestación	1.718	9%	4.027	21%
Caminos, reservas, etc.	3.181	16%	2.319	12%
TOTAL	20.079	100%	19.016	100%

Fuente: El Operador

La proporcionalidad de áreas por actividad con respecto al prospecto presenta una disminución del área agrícola y un aumentando del área forestal.

En setiembre de 2022 se realizó la primera distribución de dividendos por 3,1 millones de dólares. En 2023 se realizó la segunda y se llevan distribuidos a la fecha (30 de junio 2024) un total de 8,1 millones de dólares

El 22 de junio de 2023 se celebró una Asamblea de Beneficiarios mediante la cual se aprobó el contrato de arrendamiento rural por 214 has ganaderas, 118 has agrícolas y las instalaciones de tambo.

El 24 de julio de 2023 se realizó una asamblea de beneficiarios en la que se aprobó un cambio en el contrato de fideicomiso, que ya fue aprobado por el BCU con fecha 14 de agosto. Las modificaciones refieren a modificar las fechas de pago periódicas del Fideicomiso, que no serán fijas sino definidas en cada oportunidad.

El Fideicomiso ha realizado gestiones para obtener créditos de largo plazo con el objetivo adquirir nuevos campos, invertir en riego y en paneles solares. El contrato de fideicomiso habilita a que el fideicomiso pueda endeudarse en hasta un 30% de los activos que integren el patrimonio fiduciario. Por el momento ha decidido no asumir endeudamiento para la compra de nuevos campos, aunque si se invertirían excedentes en paneles solares para la producción de energía.

La última tasación de los campos y mejoras del Fideicomiso fue realizada a diciembre de 2023, estimándose un valor de 175,69 millones de dólares, lo que implicó un aumento de 22,7% respecto de las tasaciones realizadas el año anterior. Importa destacar que hay inversiones en riego adicionales, pero también aumentos significativos en predios que habían mantenido sus valores en los años anteriores.

Hechos salientes del período

- En la zafra de verano (23/24), el operador sembró unas 8.180 hectáreas, aproximadamente un 14% más de superficie que el año anterior, y se explica por la inclusión del sexto predio que estaba arrendado. Se forzó un cambio en la composición de los cultivos, incrementándose la superficie de soja y reduciendo la de maíz, ya que al inicio de la zafra las represas no habían acumulado agua suficiente para cumplir adecuadamente con los requerimientos del maíz. El 94% del área de maíz se hizo bajo riego, al igual que el 54% del área de soja. En el cuadro siguiente se presenta el resultado final y los ingresos obtenidos por el Fideicomiso.

Cuadro 2: Area de cultivos de verano y rendimientos realizados por Bearing Agro la zafra 23/24

Cultivo	Hás	Rendimiento tt/ha	Producción Toneladas	Renta Agrícola USD
Soja	7.078	3,26	23.108	1.838.738
Maiz	1.108	12,60	13.963	578.272
Lotus p/semilla	50			12.046
TOTAL	8.236		37.071	2.429.056

Fuente: El operador

Nota: La renta va del 23 a 27% de la producción, dependiendo del rendimiento.. siempre que supere la base mínima establecida en el contrato. Este cuadro no considera la renta agrícola de terceros (USD 201.540)

- Los rendimientos de la campaña de verano 23/24 fueron muy buenos a pesar de la escasa disponibilidad de agua al inicio y las lluvias abundantes del otoño 2024 que generaron retrasos en la cosecha, aumento de costos logísticos, pérdida de kilos y calidad. Los cultivos que fueron más afectados fueron las segundas, tanto las regadas como las de secano. En los

aspectos comerciales, los mercados internacionales registraron una baja significativa en el precio de la soja, mientras que el mercado local también experimentó un retroceso en el precio del maíz.

- Hay también dos áreas arrendadas a terceros para la realización de agricultura en dos predios del Fideicomiso; una por 685 y otra por 118 hectáreas. Los ingresos recibidos por el Fideicomiso por concepto de esos arrendamientos ascendieron a 201.540 dólares en la zafra de verano 23/24.
- Considerando la totalidad de los predios, las rentas agrícolas de las aparcerías, las áreas arrendadas, las rentas ganaderas y las forestales, los ingresos del Fideicomiso por concepto de rentas totales del ejercicio 23/24 ascendieron a 4,0 millones de dólares. Esto estaría determinando un caprate de 2,8% considerando el precio de compra de la tierra más la inversión en riego.
- Para la actual zafra de invierno 24/25, el operador plantó unas 110 hás de cebada y 335 hás de colza, y se estima que el ingreso para el fideicomiso será de unos 40.410 dólares.

Cuadro 3: Area de cultivos de invierno y rendimientos esperados de la zafra 24/25

Cultivo	Hás	Rendimiento tt/ha	Producción Toneladas	Renta Agrícola Estimada USD
Cebada	110	4,00	440	4.565
Colza	335	2,00	670	35.845
TOTAL	445		1.110	40.410

Fuente: El operador

Nota: Renta del Fideicomiso es el 50% del margen neto del cultivo

- Las áreas ganaderas y forestales continúan arrendadas con contratos a largo plazo, que están fijados en kilos de carne (ganadería) y en el caso de los forestales fueron fijados en dólares con ajuste según evolución de precio internacional de la pulpa de celulosa. Para este ejercicio el ingreso esperado para el fideicomiso por las rentas ganaderas y forestales sería de unos 1,53 millones de dólares.
- El operador informa que fue aprobada una nueva distribución de 2,6 millones de dólares entre los beneficiarios.

3. Información analizada

La 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.
- Informe del aparcero al primer semestre de 2024 (octubre 2024)
- Informes del Fiduciario al primer semestre de 2024
- Informes del Comité de Vigilancia.
- Estados Contables intermedios del Fiduciario al 30/06/2024.
- Estados Contables intermedios del Fideicomiso al 30/06/2024.
- Estados Contables al 30/6/2024 de Bearing Agro.
- Flujo de fondos ajustado a junio 2024.

II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

Se ofrecieron en oferta pública certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas II, creado por contrato correspondiente de fideicomiso financiero que fuera firmado el 24 de mayo de 2018. Este contrato, los certificados y los demás contratos citados se analizan en la presente sección.

1. Descripción general

Denominación: Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas II.

Fiduciario: TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A.

**Operador/
Aparcero:** Bearing Agro S.A.

**Agente de
Registro y Pago:** TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A.

**Entidad
Representante:** Bolsa de Valores de Montevideo.

**Cotización
bursátil:** Bolsa de Valores de Montevideo

**Plazo del
Fideicomiso:** Quince años, prorrogable por tres más.

**Títulos
emitidos:** Certificados de participación

**Activos del
Fideicomiso:** Inmuebles rurales, infraestructura de riego, aparcería, entre otros.

Moneda: Dólares

**Importe de
la Emisión:** Hasta USD 144.375.000.

Distribuciones: Anuales cuando corresponda.

**Calificación
de Riesgo:** BBB.uy

2. El análisis jurídico

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

Al inicio del informe, en la misma introducción ya adelanta *“De la compulsión de la documentación se puede adelantar como concepto general que se cumplen las disposiciones legales y reglamentarias disciplinadas para el fideicomiso financiero, tanto en cuanto a su constitución formal y aspectos relacionados con la capacidad de los contrayentes. En cuanto al fondo, no apreciamos problemas estructurales que comprometan el retorno de la inversión en los Certificados de Participación a emitirse”*.

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

3. Riesgos considerados

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

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

III. LA ADMINISTRACIÓN

Las características de la emisión hacen necesario analizar dos empresas administradoras: TMF Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A. (TMF) en su condición de emisora y fiduciaria del fideicomiso financiero, y Bearing Agro S.A en su triple condición de agente, aparcerero y fideicomitente. Se trata de evaluar la capacidad de gestionar, de administrar un patrimonio, para lograr el cumplimiento de las obligaciones de administración que se establecen en el contrato que constituye el fideicomiso. Integra este análisis el ajuste de la fiduciaria a las disposiciones nacionales jurídicas vigentes.

1. TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A.

TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A. tiene por objeto la administración de fondos de inversión de acuerdo con lo establecido en la Ley No. 16.774, a su vez puede actuar como fiduciario en todo tipo de fideicomisos, de acuerdo con la Ley No. 17.703.

Con fecha 28 de junio de 2011 se produjo la fusión de la estructura de las principales participaciones de Equity Trust Group y el grupo de compañías encabezadas por la sociedad limitada de origen holandés TMF Group Hold Co B.V. ("Grupo TMF"). La Sociedad forma parte del Grupo TMF siendo su único accionista y controladora directa Equity Trust (Netherlands) B.V. hasta el 25 de abril de 2014 fecha en la que el Directorio de la Sociedad, producto de la fusión por absorción mencionada anteriormente, resolvió emitir título accionario a favor de TMF Group B.V. pasando a ser este último, el único accionista y controlador directo de la Sociedad.

TMF Uruguay

TMF Uruguay AFISA está autorizada por el Banco Central del Uruguay para desarrollar actividades como fiduciario financiero en Uruguay desde el 3 de mayo de 2007. Es una sociedad anónima uruguaya independiente, de capitales privados, cuyo único accionista es TMF Group B.V. según consta en los registros del BCU.

De acuerdo al Acta de Asamblea Extraordinaria de Accionistas del 3 de julio de 2012 se resolvió el cambio de estatutos de la Sociedad sustituyendo el nombre de Equity Trust Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A. por su denominación actual. La reforma de estatutos fue aprobada por la Auditoría Interna de la Nación en enero de 2013 e inscrita en el Registro Público de Comercio el 25 de febrero de 2013 siendo publicado en el Diario Oficial el 3 de abril del mismo año.

Un resumen de los principales rubros del estado de situación y resultados al cierre intermedio del 30/06/2024 y su comparativo con cierres anteriores se presenta en los cuadros siguientes.

Cuadro 4: Estado de Situación (en miles de \$)

Concepto	30/6/2024	31/12/2023	31/12/2022
Activo	170.272	154.995	160.000
Activo Corriente	42.046	30.141	35.014
Activo no Corriente	128.226	124.854	124.986
Pasivo	145.696	130.795	137.112
Pasivo Corriente	35.953	23.879	28.271
Pasivo no Corriente	109.743	106.916	108.841
Patrimonio	24.576	24.200	22.888
Pasivo y Patrimonio	170.272	154.995	160.000
Razón Corriente	1,17	1,26	1,24

Fuente: EE.CC TMF

Cuadro 5: Estado de Resultados (en miles de \$)

Concepto	30/6/2024	30/6/2023	31/12/2023
Ingresos operativos	18.447	18.916	35.903
Costo Servicios Prestados	(3.879)	(3.943)	(7.075)
Resultado Bruto	14.568	14.973	28.827
Gastos Administración y Vtas.	(7.716)	(6.440)	(16.290)
Resultado Operativo	6.852	8.533	12.537
Resultado Financiero	(4.034)	(5.629)	(7.342)
IRAE	(2.441)	(864)	(3.884)
Resultado del Periodo	377	2.041	1.312

Fuente: EE.CC TMF

Como se desprende de los cuadros precedentes, la firma mantiene patrimonio positivo. Se destaca que TMF forma parte de un grupo empresarial mucho más amplio y mantiene transacciones significativas con empresas de dicho grupo; por lo tanto los resultados que acá se exponen no son necesariamente indicativos de los resultados que hubiera obtenido de no ser así.

Al cierre del primer semestre de 2024, TMF Uruguay AFISA mantiene la administración de varios fideicomisos financieros (tanto de oferta pública como privada) que operan en diversas áreas y varios fideicomisos de administración y garantía.

Se concluye entonces que la firma posee la organización y el respaldo necesarios para llevar adelante la tarea de administradora fiduciaria de este emprendimiento.

2. Bearing Agro S.A.

Se trata en este caso de la evaluación acerca de su capacidad de ejecutar el proyecto productivo. Bearing Agro SA es una sociedad uruguaya, pero con conexiones en el exterior, dedicada fundamentalmente a la actividad agrícola, similar a la que se compromete a realizar en esta operación. Una muy completa información de sus antecedentes y actividad se incluyó en el informe de calificación original. En esa ocasión, CARE formó su juicio a través de la información proporcionada por la firma por intermedio del Prospecto informativo, de sus EE.CC y a través de reuniones personales con los principales de la misma; entrevistas en la empresa con directivos y administradores de campos; verificaciones de reputación mediante entrevistas a informantes calificados, y visitas realizadas oportunamente, tanto del Comité de Calificación como del técnico contratado a estos efectos., pero

fundamentalmente a través de la experiencia de haber calificado esta y otra operación totalmente análoga a ésta. Ambos, hasta la fecha, vienen cumpliendo satisfactoriamente con su plan de negocio.

Todos estos aspectos, que incluyeron la constatación de una estructura de gobernanza adecuada y de estilo en estos casos, compusieron la opinión del Comité. Estos se mantienen, en lo sustancial, incambiados por lo que se considera innecesario reiterarlo en esta ocasión y los interesados pueden consultar dicho informe.

Bearing Agro SA, en tanto sponsor de ambos proyectos, es también Fideicomitente comprometiéndose a aportar hasta USD 9.375.000, lo que ya ocurrió.

En consecuencia, y salvo que surjan hechos que ameriten un cambio de opinión del Comité, en esta sección nos limitaremos a realizar un seguimiento de la firma en Uruguay en sus aspectos económico financieros y staff profesional de forma de evaluar su condición de seguir prestando las funciones comprometidas en esta operación.

Luego del cambio producido en 2022 y del que se diera cuenta en anteriores actualizaciones, el directorio de Bearing Agro a partir del 11 de agosto de 2022 quedó conformado por Carlos Obrien; Alain Gaudri; Luc Richard y Enrique Garbino. Estos cambios no alteraron el juicio favorable al funcionamiento de la firma administradora, entre otras cosas porque mantiene las figuras clave y porque, como se ha mencionado, la evolución de ambos proyectos es el mejor indicador de gestión.

Situación económico financiera

La firma cierra ejercicio el 30 de junio de cada año siguiendo la lógica de los ejercicios agropecuarios. El último balance que CARE tuvo a la vista corresponde al ejercicio cerrado el 30/6/2024 con informe de auditoría. De su lectura se desprende el alto compromiso de sus accionistas con la firma por lo que no se advierten riesgos en el cumplimiento de sus obligaciones con esta operación.

3. El Fideicomiso

Mediante contrato celebrado el 31 de octubre de 2018 entre TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A. ("Fiduciario") y los Suscriptores Iniciales de los Valores ("Fideicomitente") se constituyó el Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas II ("el Fideicomiso").

El Banco Central del Uruguay, según comunicación 2018/242 del 29/11/2018 dejó constancia de la resolución de inscripción de los Certificados de Participación en el Registro de Mercado de Valores.

La suscripción de los mismos se realizó el 21/12/2018; se colocaron 150.000 Certificados de Participación (CP's) emitidos por el Fideicomiso a un valor nominal de USD 1.000 cada uno. De este total, 11.250 fueron adjudicados a Bearing Agro SA.

Posteriormente, con fecha 14 de abril de 2021 se procesó una modificación contractual mediante la cual se rebajó el monto máximo a emitir que pasó a ser de USD 144.375.000 y, además, se rebajó el monto máximo de CP's a adquirir por parte de Bearing Agro que se estableció en USD 5.625.000, ya integrados.

El 2/10/2023 se produjo la última integración por casi USD 3.9 millones alcanzando así el total suscrito de casi USD 144.4 millones.

En los cuadros siguientes se informa resumidamente los EE.CC intermedios del Fideicomiso al 30/06/2024 y su comparativo con periodos anteriores.

Cuadro 6: E. Situación Fideicomiso (miles de USD)			
Concepto	30/6/2024	31/12/2023	31/12/2022
Activo	184.084	181.992	155.317
Activo Corriente	7.932	6.462	5.301
Activo no Corriente	176.152	175.530	150.016
Pasivo	4.334	4.222	2.289
Pasivo Corriente	3.394	2.878	2.289
Pasivo no Corriente	940	1.344	-
Patrimonio	179.749	177.770	153.028
Pasivo y Patrimonio	184.084	181.992	155.316
Razón Corriente	2,34	2,25	2,32

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Se observa en el cuadro precedente que el patrimonio contable al cierre del semestre supera las emisiones recibidas. Hubo un aumento extraordinario en el valor de las propiedades en ocasión de las tasaciones efectuadas sobre el fin del ejercicio pasado; en esta ocasión no corresponde por tratarse de un cierre intermedio. Los cambios de valor registrados en el periodo responden a variaciones físicas, en particular, incorporación de mejoras.

El valor total de las propiedades de inversión a junio 2024 era de unos USD 176 millones, de los cuales USD 150 millones se explican por el valor asignado a la tierra y el resto a infraestructura de riego y otras mejoras.

Cuadro 7: E. Resultados Fideicomiso (miles USD)			
Concepto	30/6/2024	30/6/2023	31/12/2023
Ingresos operativos	2.374	2.063	3.906
Res Valuación Inmuebles	-	-	27.065
Gastos de administración	(731)	(718)	(1.591)
Resultado Operativo	1.643	1.345	29.381
Resultados financieros	(49)	144	64
Resultados antes de IRAE	1.594	1.489	29.445
IRAE	385	3.894	(3.591)
Resultado del periodo	1.979	5.383	25.854
Otros resultados integrales	-	-	-
Resultado integral del periodo	1.980	5.384	25.854

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Puede observarse que el resultado parcial es positivo; los ingresos por aparcería representaron algo más del 74 % del total del semestre, el resto básicamente son por concepto de arrendamientos. En otra sección de este informe se analiza con mayor profundidad la marcha del negocio y los resultados producidos hasta la fecha.

Con cargo a las utilidades generados, a la fecha de cierre del semestre informado, se han aprobado y efectivizado dos distribuciones de dividendos por un total acumulado de USD 8.1 millones.

4. Riesgos considerados:

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

Riesgo administración, considerando la idoneidad para cumplir con la función de TMF Uruguay AFISA y Bearing Agro S.A. En virtud de todos los análisis practicados, teniendo presente asimismo su reputación en el medio en el que actúa; considerando su experiencia previa; considerando de modo especial su compromiso con el proyecto; teniendo presente el seguimiento que hará el Fiduciario de aspectos centrales para su desempeño así como el Comité de Vigilancia con amplias atribuciones; se considera que el riesgo de incumplimiento de la administradora con las responsabilidades del proyecto es prácticamente inexistente. *Riesgo casi nulo.*

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

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

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

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

1. Bienes fideicomitidos y aspectos descriptivos del proyecto

El Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas II fue constituido con el objeto de adquirir inmuebles rurales mayoritariamente en las zonas de mejores tierras del país, con aptitud agrícola, en los cuales se incorpora valor a través de la instalación de sistemas de riego, con cargo al patrimonio fiduciario. Las inversiones en riego determinan un aumento en la producción y con ello producen un incremento en el valor de la hectárea.

El Fideicomiso no realiza la explotación directa de los predios productivos sino que procura generar rentas celebrando contratos de aparcería para la actividad principalmente agrícola.

La etapa de compra de campos habría finalizado⁵ y resta culminar con algunas inversiones, por lo que ya se tiene una idea cabal de la composición de los campos, las actividades a realizar y los posibles resultados del mismo.

Como ya fuera comentado, la compra de tierras fue levemente menor a la estimada inicialmente en el prospecto y el área forestal será mayor a la prevista, lo que determinó un ajuste a la baja en las superficies agrícolas y de riego. En el siguiente cuadro se presentan los ingresos actuales referidos al año 2024 en base a las actuales áreas de explotación y se comparan con lo que estaba establecido en el proyecto.

Cuadro 8: Producción e ingresos proyectados del Fideicomiso

Producción	Prospecto			Información al 30 de junio de 2024		
	Area (has)	USD Totales	USD/ha	Area (has)	USD Totales	USD/ha
Agricultura	11.747	4.598.864	391	8.197	2.469.467	301
Ganadería	3.433	328.582	96	4.473	754.063	169
Forestación	1.718	438.555	255	4.027	779.636	194
Otros	3.181	-	-	2.319	-	-
TOTAL	20.079	5.366.001	267	19.016	4.003.166	211

Fuente: en base a información del Fiduciario

Nota: se incluyen también los ingresos derivados de las áreas arrendadas.

Como se puede observar, los ingresos se encontrarían por debajo de lo establecido en el prospecto, lo que se explica en gran medida por un cambio en la composición de las actividades productivas: una menor área de agricultura y riego y mayor superficie ganadera y forestal. Por otra parte, en este año en particular los menores precios de los granos también inciden en un menor ingreso.

Dado que a partir de 2016 los cultivos de invierno presentaron un margen ajustado y en la mayoría de los casos deficitario como consecuencia de los precios internacionales, en el año 2020, en conjunto con el Comité de Vigilancia y el Fiduciario, se tomó la decisión de plantar menos área de invierno y modificar el cálculo de las rentas, pasando a repartir el margen de utilidades del cultivo y dejando de lado el 23% de la producción bruta.

⁵ Aunque se ha solicitado un préstamo con destino a la compra de nuevos campos.

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

Las proyecciones económicas del prospecto, se presentaron por un período igual a la duración del fideicomiso, o sea 15 años, sin considerar la posibilidad de variación de los tres años previstos.

En todos los casos, las referencias a las Tasas Internas de Retorno se refieren a inversores que adquieren los CPs en el momento de la suscripción, al valor par y se mantienen hasta la finalización del fideicomiso.

En esta oportunidad el operador presentó un nuevo ajuste en el modelo financiero, con información a junio de 2024 y proyectando hasta la finalización del Fideicomiso.

Los supuestos utilizados por el operador en esta proyección fueron los siguientes:

- Se consideró la inversión real, y los resultados efectivos hasta el 30 de junio de 2023.
- Se consideraron los resultados de las cosechas de la campaña 23/24.
- Los precios y los rendimientos esperados a juicio de CARE resultan razonables. Los precios son los obtenidos 2023/24 y luego recuperan a los niveles previos (260 USD para maíz y 420 USD para la soja). Los rendimientos son razonablemente los que se están logrando y se mantienen hasta la finalización del fideicomiso.
- El crecimiento esperado en el precio de los commodities se supuso en un 5% nominal a partir de 2024/25.
- Supone por única vez un aumento de un 30% en el valor de la tierra (compra + inversiones en riego) y luego un aumento anual del 5,5%.

El flujo financiero presentado por el operador sobre la base de estos supuestos arroja una Tasa Interna de Retorno para el inversor de 9,43% en su escenario base (30 % de aumento en el precio de la tierra, 5,5% de incremento anual del precio de la tierra y 5% de aumento de precios agrícolas). Los supuestos de rendimientos y precios de inicio son compartibles, pero los incrementos esperados en el precio de la tierra y de los productos agrícolas resultan elevados a juicio de la calificadora.

Para CARE un valor más conservador de incremento anual del precio de la tierra debería contemplar a la inflación americana histórica⁶ (2%) más el incremento en la productividad de la tierra (aproximadamente un 2%), por tal motivo el incremento de largo plazo en el precio de la tierra podría ubicarse entre un 3,5 y un 4%, sin contar la valorización debida a la incorporación de la infraestructura de riego, que sería equivalente a inversión realizada, quizás incrementada en hasta un 10%.

Asimismo, a juicio de CARE proyectar un 5% de incremento en los precios de los productos agrícolas y de esta forma determinar la evolución del ingreso por aparcerías, es más alto que el esperado por las diversas fuentes consultadas⁷. Estas fuentes coinciden en que la recuperación de los precios en el mediano plazo evolucionarían en forma positiva pero seguramente por debajo de la inflación del dólar. No obstante el modelo financiero no considera incrementos en los rendimientos, lo que seguramente debería ocurrir y de esta forma el incremento

⁶. Actualmente la inflación americana sigue por encima de ese valor, pero el objetivo es llevarla a la histórica.

⁷. FAO-OCDE, USDA y Banco Mundial, Ver Capítulo V.

de los ingresos por los contratos de aparcería del fideicomiso podrían llegar a verse incrementados, tal vez entre un 2 y un 3%.

Finalmente cabe destacar que no habrá vacancia en cuanto a la explotación de los campos (al menos en el área agrícola) ya que el contrato de aparcería cubre la totalidad del período y hasta la extinción del Fideicomiso.

o Replanteo del flujo de fondos y análisis de sensibilidad.

Se realizaron diversas sensibilizaciones por parte de CARE, a los efectos de analizar en qué medida una menor o nula valorización del precio de la tierra o del valor de los commodities afectarían el retorno del inversor.

Las variables clave en las proyecciones del flujo de fondos refieren a la evolución esperada del precio de la tierra, el incremento previsto en los precios de los productos agrícolas y la productividad de la hectárea, producto de la implementación de la infraestructura de riego y la proporción de área regada en los campos. A su vez, existe un diseño del modelo de negocio que mitiga diferentes riesgos inherentes a la actividad agrícola.

En el prospecto se fundamentó no solo la valoración esperada de la tierra, sino el plus que significa el agregarle una infraestructura de riego, apelando a fuentes internacionales. Según información del USDA que se presenta en la Sección V, las tierras regadas en la zona agrícola de los EE.UU valen del orden del 25-30% más que las mismas tierras no regadas⁸. No existe información nacional al respecto.

Del mismo modo las hipótesis de ingresos por aparcería consideran básicamente movimientos de precios, no considerando movimientos en la productividad para dar más consistencia a las proyecciones. En este sentido, 3% de incremento anual solo de los precios, podría ser alto, pero podría aceptarse ese porcentaje considerando una combinación de incrementos de precio y rendimiento.

En el siguiente cuadro se expone la respuesta del retorno del inversor según variaciones en las proyecciones de precio de los granos y de evolución del precio de la tierra, en el entendido que esas son las principales variables que afectan la rentabilidad. Por otra parte, el plan de negocios intenta acotar otras variables de riesgo como la variabilidad de los precios y los eventos climáticos, a través de instrumentos de cobertura de precios para reducir su volatilidad y la contratación de seguros ante eventos climáticos adversos.

Cuadro 9. Sensibilidad de la TIR a la tasa de crecimiento anual del precio de la tierra y de los granos

Variación del precio de la Tierra	Variación del precio de los granos			
	0,00%	2,00%	3,00%	4,00%
0,0%	3,4%	3,6%	3,7%	3,8%
2,0%	5,1%	5,3%	5,4%	5,5%
3,0%	6,0%	6,1%	6,2%	6,2%
4,0%	6,8%	6,9%	6,9%	7,0%
5,5%	8,0%	8,1%	8,2%	8,2%

Fuente: CARE en base al Modelo financiero

⁸ Land Values 2023 Summary, Agosto de 2024, USDA

Se observa que en el escenario más desfavorable, (con una valorización nula en los precios de la tierra y en los de los granos), la TIR del inversor se situaría en 3,4%. Vale la pena mencionar que este escenario es de muy baja probabilidad, ya que el precio de la tierra ha evidenciado en Uruguay una tendencia de largo plazo creciente; además hoy el valor de la tierra es mayor a la emisión o sea que debería mostrar una tasa negativa de crecimiento para el futuro. Para el caso de los precios de los productos, los especialistas coinciden en que los incrementos futuros serán moderados, aunque probablemente por debajo de la inflación histórica de EEUU. (véase la Sección V); por lo que un panorama de mantenimiento de los precios nominales sería también muy poco probable.

El escenario que considera los criterios que tiene la calificadora respecto del negocio para el largo plazo, supone un aumento de un 4% en los precios de la tierra (considerando que son tierras irrigadas), un aumento inicial adicional del 10%, y considera un 2 a 3% de aumento anual en los ingresos por arrendamientos; este escenario arrojaría una TIR del 6,9%.

El efecto de la baja en las proyecciones en la evolución de precios agrícolas y valores de la tierra, determina una reducción en la rentabilidad esperada, aunque se mantiene en valores aceptables, según se muestra en el cuadro 9.

o Tasas de crecimiento en los precios de la tierra

Las proyecciones suponen para el caso de la tierra un aumento del precio desde el momento de la compra y hasta la finalización del fideicomiso, momento en el cual se verifica el ingreso para el fideicomiso. En este sentido es de interés analizar cómo ha sido hasta ahora la trayectoria de los precios de la tierra y cual debería ser la tasa anual de crecimiento para lograr la rentabilidad esperada.

En el cuadro 11 se presentan los resultados obtenidos. Partiendo del valor de compra incluyendo las inversiones en riego realizadas en los predios, se calcula la tasa anual de aumento en el precio ocurrida hasta la última tasación (diciembre 2023)⁹; y también se calcula la tasa que debería ocurrir hasta la finalización del fideicomiso para alcanzar la diferentes Tasas Internas de Retorno.

Cuadro 10. Tasa de valorización de la tierra necesaria para alcanzar la TIR más probable

	Precio de compra tierra+inv. Riego	Precio promedio a dic. 2023	Tasa anual de aumento de precio de la tierra (2019-2023)	Tasa anual de aumento de precio de la tierra (2023-33)
TIR Esperada	(USD/ha)	(USD/ha)		
9,4%	7.490	9.239	5,4%	8,8%
6,9%	7.490	9.239	5,4%	5,0%
6,1%	7.490	9.239	5,4%	3,7%

Fuente: CARE en base a informes de Tasaciones

⁹ Los campos se compraron entre 2019 y 2022, pero a los efectos de esta simulación se supuso que toda la inversión se realizó en el primer año.

Según surge del cuadro, la tasa anual de crecimiento en el precio de la tierra desde la compra de los predios y hasta la fecha actual ha sido del 5,4%, considerando los valores registrados en la tasación 2023. Para alcanzar la TIR del 9,4% (incremento por única vez del 30%, más un aumento anual del 5,5% en todo el período), la tasa desde 2024 y hasta la finalización del fideicomiso debería ser de 8,8%, que resultaría relativamente elevada. Por otra parte, para alcanzar una TIR del 6,9% (tasa de aumento del 4% en todo el período), el precio de la tierra debería crecer durante los próximos 10 años a una tasa del 5,0% anual, lo que resultaría en principio más alcanzable. Para alcanzar una TIR del 6,1%, debería crecer un 3,7%.

3.- Nueva Estimación del Costo de Oportunidad del Capital

Una forma de evaluar si una TIR es atractiva o no, es compararla con el costo de oportunidad del capital propio, ya que es la tasa que le pone un piso a la rentabilidad esperada de un proyecto y es el indicador clave para descontar los flujos de fondos esperados.

Para estimar el costo de oportunidad del capital, CARE utiliza el modelo de valoración CAPM (Capital Asset Pricing Model)¹⁰, que relaciona la tasa libre de riesgo, la prima de riesgo del mercado y la prima de riesgo asignado al sistema de producción específico, en este caso la producción agrícola. Para evitar variaciones bruscas en la tasa, y tener una visión de mediano plazo, se consideraron valores promedios de los últimos 5 años en todas las variables.

Para considerar el riesgo sistémico se utiliza el "beta"¹¹ promedio de empresas de producción agrícola en mercados emergentes, el cual se ubica en 0,91, lo que indica que la inversión en la actividad tiene un mayor riesgo y variabilidad que el promedio de todas las actividades en ese mercado. Para la tasa libre de riesgo se considera el rendimiento de los Treasury Bonds a 10 años de EEUU (2,30%), para el riesgo país (índice UBI) se consideraron 115¹² puntos básicos y para la prima de riesgo del mercado accionario se consideró 4,68%.

Aplicando estos valores se llega a una tasa de retorno esperada para el capital propio del 5,61%. Este valor es inferior a la TIR esperada del inversor para el escenario que considera los criterios de CARE (6,9%), lo que nos indicaría que la tasa prevista es superior a la teórica.

En la coyuntura actual, la tasa libre de riesgo es mayor al promedio de los últimos 5 años, pero en contrapartida el riesgo país es menor al período considerado. En consecuencia, si se aplican los valores actuales, el costo de oportunidad del capital sería menor (5,31%).

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 Uruguay¹³. En la actualidad la curva en dólares (CUD) a 10 años está en 4,76%. En este caso, la TIR esperada también supera a la curva en dólares.

Si bien estas comparaciones no pueden tomarse en sentido estricto, constituyen una referencia que – entre otras- ayuda a conformar un juicio acerca de la inversión.

¹⁰. El modelo de valoración de activos financieros, denominado en inglés Capital Asset Pricing Model (CAPM) es un modelo utilizado para calcular la rentabilidad que un inversor debe exigir al realizar un inversión en un activo financiero, en función del riesgo que está asumiendo

¹¹. Valor proporcionado por Damodaran.

¹². Refiere a un promedio de 5 años, hoy el riesgo país varía en el entorno de 80 puntos básicos.

¹³. Curva Spot de Rendimientos de Títulos Soberanos Uruguayos emitidos en moneda nacional indexada a la inflación o en dólares, según sea el caso

4. Tasaciones de los campos

Se presentó a diciembre de 2023 la tasación de las tierras y mejoras de los establecimientos del fideicomiso. Los resultados se presentan en el siguiente cuadro.

Cuadro 11.- Tasaciones de los campos, mejoras e inversiones riego del Fideicomiso

Establecimiento	Superficie	Dólares por hectárea		Variación
		2022	2023	2023/2022
Predio 1	1.230	8.948	11.977	33,9%
Predio 2	3.535	8.618	12.116	40,6%
Predio 3	3.836	5.054	5.763	14,0%
Predio 4	4.113	6.068	6.929	14,2%
Predio 5	4.594	8.990	9.971	10,9%
Predio 6	1.714	9.384	12.671	35,0%
Promedio	19.016	7.528	9.239	22,7%

Fuente: Care en base a Valora y el Fiduciario
CARE dispone la información de cada uno de los predios

Se observa en esta oportunidad un importante aumento en los valores de los campos, muy por encima de lo ocurrido en el mercado, seguramente como consecuencia de que en los años anteriores habrían estado por debajo de los aumentos ocurridos en establecimientos similares. Asimismo en dos de los predios hay nuevas inversiones en riego que incrementan sensiblemente el valor.

Cuadro 12 Tasación de los campos y sus mejoras en riego año 2023 (en dólares) y su variación con 2022

Establecimiento	Tierra		Mejoras en riego		TOTAL	
	Valor	Variación 2021/2020	Mejoras en riego	Variación 2021/2020	VALOR	Variación 2021/2020
Número 1	12.054.000	36,1%	2.678.116	24,6%	14.732.116	33,9%
Número 2	34.270.100	41,1%	8.560.673	38,6%	42.830.773	40,6%
Número 3	19.180.000	8,7%	1.863.079	7,1%	22.105.590	14,0%
Número 4	24.642.000	15,4%	3.855.784	2,6%	28.497.784	14,2%
Número 5	35.106.700	1,8%	8.979.892	32,0%	45.804.592	10,9%
Número 6	17.188.210	6,9%	4.529.454	s/d	21.717.664	35,0%
TOTAL	142.441.010	16,1%	30.466.998	47,7%	175.688.519	22,7%

Fuente: CARE en base a informes de Tasaciones

El valor total de los campos (incluyendo las inversiones en riego), asciende a 175,7 millones de dólares.

Riesgos considerados:

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

Riesgo de descalce de monedas. Los ingresos y egresos más relevantes están previstos en la misma moneda. *Riesgo 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.

Dado el plazo extendido de las proyecciones que se corresponde a la naturaleza del propio proyecto, 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

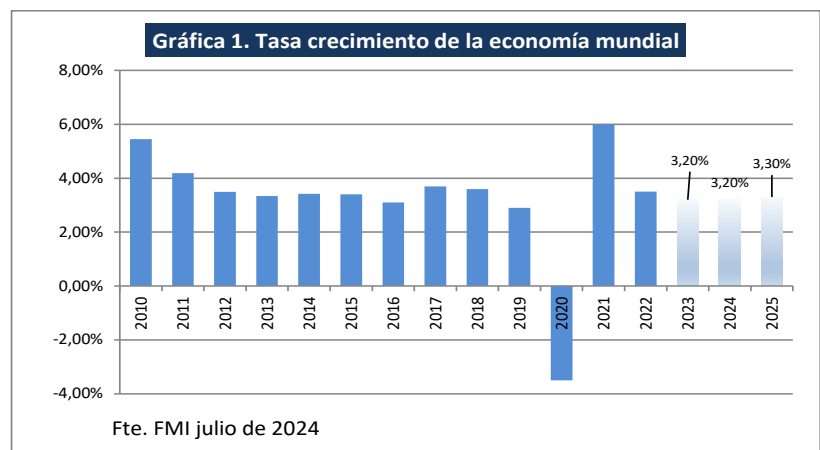
En esta sección, se describen los aspectos salientes de los dos precios que inciden en los retornos de la inversión: el precio de la tierra y el precio de los productos agrícolas.

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. Algunos aspectos vinculados a la volatilidad y riesgo productivo están razonablemente mitigados, a través de la utilización de mecanismos de coberturas para el caso de los precios y por los seguros y el riego en el caso de los riesgos climáticos.

Perspectivas de crecimiento de la economía mundial

El Fondo Monetario Internacional en su último informe de julio 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. 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.

Evolución histórica de los precios

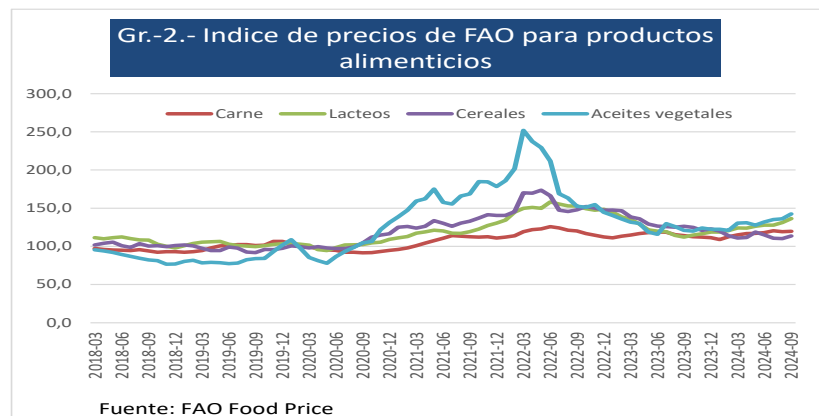
Los precios agrícolas mostraron un fuerte aumento en sus valores a partir de 2005 y hasta el 2013, producto de una serie de factores que contribuyeron a generar un shock de demanda, tales como: el incremento de los ingresos per cápita de China, una mayor apertura y desregulación de los mercados globales, 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.

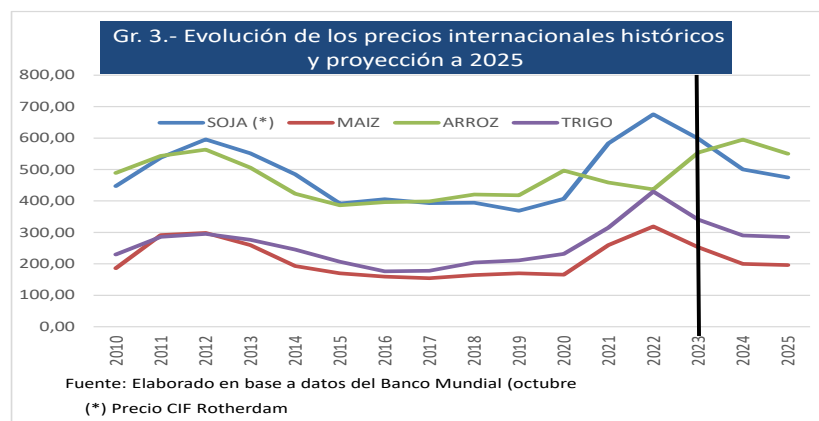
Por su parte, el índice de precios de los cereales de la FAO registró en setiembre de 2024 un promedio de 113,5 puntos, esto un 7,6% menos que en diciembre 2023 y 33,1% menos que el récord histórico (mayo 2022). Los precios mundiales del trigo para la exportación bajaron a principios de 2024, impulsados 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 Mundial¹⁴ en la que se observa la evolución reciente de precios comentada y una proyección al 2025.

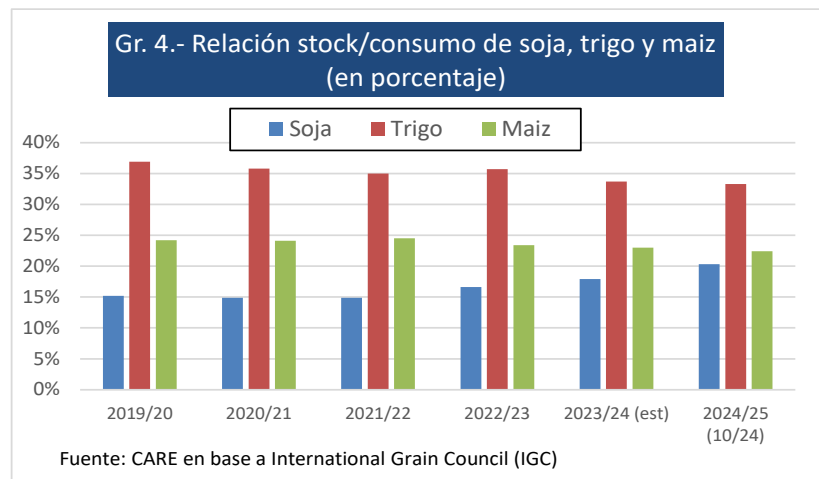
El último informe del Banco Mundial presentado en abril 2024 proyecta que luego de la reducción verificada en los precios internacionales en 2023 respecto de 2022, los precios de la soja, el maíz y el trigo seguirían ajustando a la baja en 2024 y también en 2025, aunque en valores nominales se mantendrían 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.

¹⁴ 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 información¹⁵, 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.**

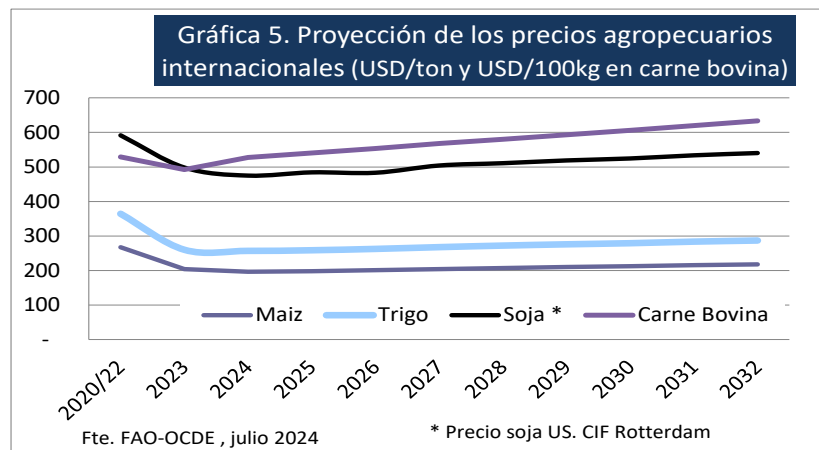
En julio de 2024 se publicaron “Las Perspectivas Agrícolas 2024-2033 de la OCDE y la FAO”, documento que ofrece una evaluación de las perspectivas a diez años para los mercados de productos básicos agrícolas. El informe analiza las tendencias de los factores demográficos y económicos que influyen en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

¹⁵. 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).

Cuadro 13. Tasa de evolución de los precios proyectadas para los próximos años (2024-2033)

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

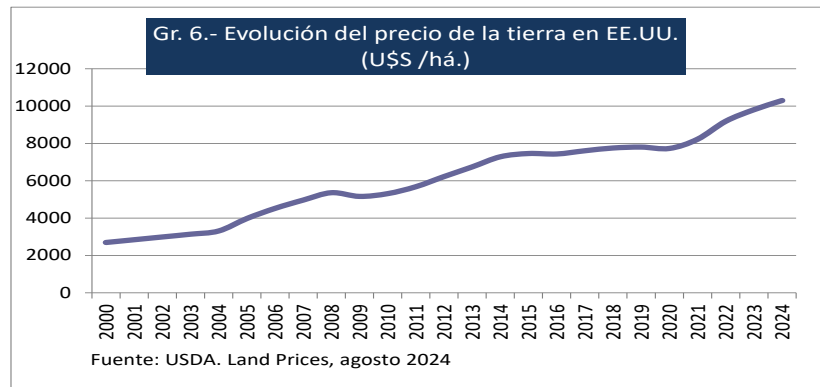
Las perspectivas de demanda internacional por tierra siguen siendo alentadoras y ubicarían los precios en niveles crecientes para el corto y mediano plazo. Esto es consecuencia de las dificultades que existen para la expansión de la frontera agrícola, sumado a la necesidad de un uso racional y sostenible 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%.



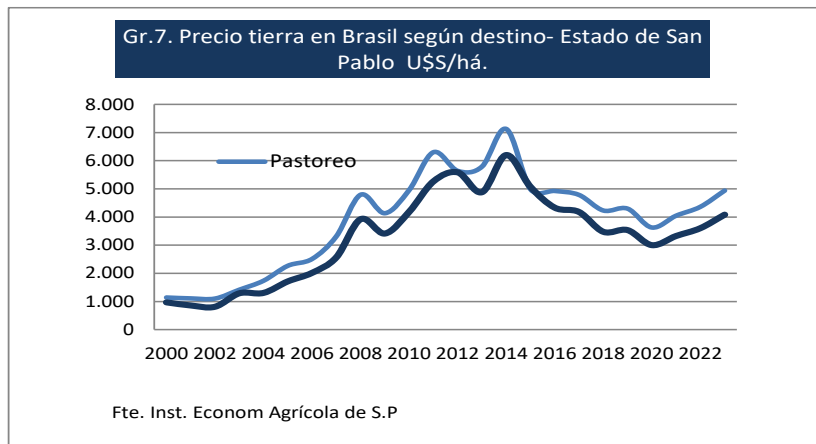
El USDA, reporta también el comportamiento de los precios de las tierras irrigadas y sin riego. Para el caso concreto de las tierras del “Corn Belt” (Missouri), el USDA en su reporte de agosto de 2024, muestra que los precios de las tierras irrigadas se ubican en promedio un 29% por encima de las no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

Cuadro 14. 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 Cámara¹⁶, 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.

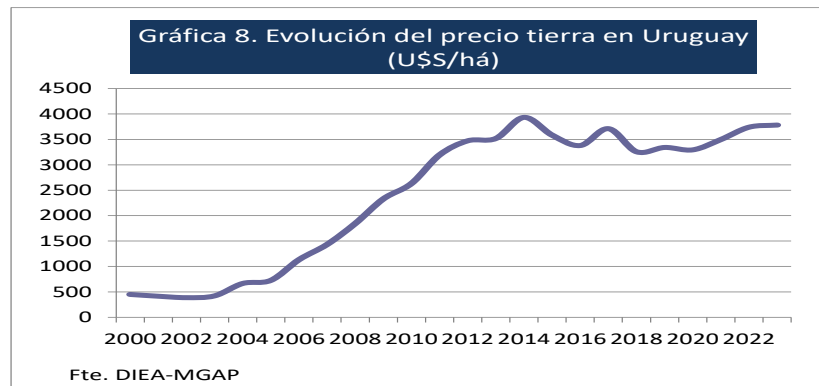
En el caso de Uruguay, la información reportada por DIEA-MGAP para el promedio de las transacciones de tierras muestra que se verificó una muy fuerte valorización de los campos a partir de 2004 y hasta el 2014. A partir de 2015 comenzó un ajuste a la baja pero con un comportamiento un tanto errático, 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. En 2023 el aumento del precio es más modesto, y también se verifica una menor actividad. El último informe de "Precio de la Tierra" de DIEA, publicado el 15 de octubre de 2024 da cuenta de un nuevo incremento en los valores de la tierra para el primer semestre de 2024, en este caso del 3,4%. Parte de la volatilidad de los precios puede

¹⁶. 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.

explicarse porque los valores refieren al promedio ponderado de las ventas, por lo que la localización y/o la calidad pueden incidir en el cálculo de ese promedio.

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 mercado¹⁷, 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 comprobada¹⁸ 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.

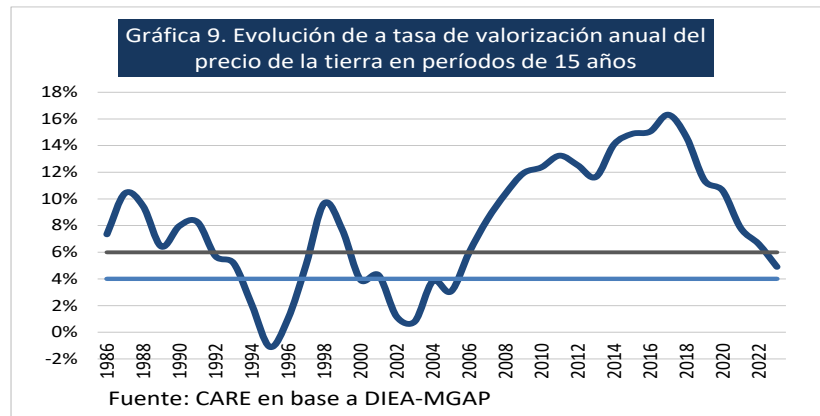
La valorización del precio de la tierra es un componente muy importante de ingreso final del fideicomiso (76%) por lo que lo que finalmente ocurra con su comportamiento tendrá una contribución sustancial con el retorno final de la inversión. El modelo financiero supuso una valorización acumulativa anual de un 5,5% (en dólares corrientes) durante 15 años, por lo que resulta importante conocer que ha sucedido en el pasado como forma de tener una cierta aproximación con lo que pueda ocurrir en el futuro.

Para ello CARE analizó con la información de los precios de la tierra (en dólares corrientes) de una serie de más de 50 años (1970 a 2023) la variación anual en períodos de 15, en donde se observa lo siguiente:

¹⁷. SERAGRO, Agroclaro, Consur y operadores privados

¹⁸. B. Lanfranco y G. Sapriza (Serie Técnica N° 187 de INIA, "El índice CONEAT como medida de productividad y valor de la tierra" 2011)

- En promedio, la evolución anual del precio de la tierra en períodos móviles de 15 años fue de 7,9%.
- No obstante en la serie aparecen 9 años en donde el aumento acumulativo anual en periodos de 15 años fue menor al 4%, valor sobre el que CARE recalculó la TIR. Esto estaría ocurriendo en 2024, respecto de los campos que se adquirieron en 2009. Es importante destacar, que 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.



Importa destacar, que esta serie de precios de la tierra es un promedio nacional y por lo tanto no considera cambios en el valor de la misma por concepto de mejoras en el uso del suelo y mucho menos el desarrollo del riego, por lo que este comportamiento no debería trasladarse en forma lineal a las tierras de este fideicomiso, sino solamente considerarlo como una información adicional.

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 en el pasado. Muy probablemente los aumentos de precios compensarán la inflación de Estados Unidos, más un pequeño componente por incremento de la productividad de la tierra, de esta forma se deberían ubicar entre el 3 y 4% anual. Para este caso en particular la realización de las represas y las inversiones en infraestructura de riego podrían mejorar ese porcentaje. Esto no implica que existan variaciones de corto plazo que la aparten de esa tendencia.

2. Las políticas públicas, el riesgo político

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

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

¹⁵. 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.

¹⁶. SERAGRO, Agroclaro, Consur y operadores privados

VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

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

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

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrián Tambler

¹⁹. **BBB.uy.** Se trata de instrumentos que presentan un riesgo medio bajo para la inversión, ya que evidencian un desempeño aceptable y suficiente capacidad de pago en los términos pactados. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, y las características del entorno, dan en conjunto moderada satisfacción a los análisis practicados, sin perjuicio de alguna debilidad en cualquiera de las cuatro áreas de riesgo. Podría incrementarse el riesgo del instrumento ante eventuales cambios previsibles en los activos o sus flujos, en los sectores económicos involucrados, o en la economía en su conjunto. La probabilidad de cambios desfavorables previsibles en el entorno es de baja a media baja, y compatible con la capacidad de la administradora de manejarlos aunque incrementando el riesgo algo más que en las categorías anteriores. **Grado de Inversión mínimo.**