

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

*Montevideo, abril de 2025*

---

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
25	V EL ENTORNO
40	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

---

## Calificación de Títulos de Deuda del “Fideicomiso Financiero Campos Sustentables” 13 - abril - 2025

<b>Denominación:</b>	Fideicomiso Financiero Campos Sustentables.
<b>Fiduciario:</b>	Trust Administradora de Fondos de Inversión S.A.
<b>Agente de Registro y Pago:</b>	Trust Administradora de Fondos de Inversión S.A.
<b>Entidad Representante:</b>	Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A.
<b>Títulos emitidos:</b>	Certificados de participación
<b>Moneda:</b>	Dólares americanos
<b>Importe de la emisión:</b>	USD 50.000.000 (cincuenta millones de dólares).
<b>Plazo:</b>	12 años (extensible a 15)
<b>Fecha de primer integración:</b>	18 de setiembre de 2015
<b>Administrador:</b>	OKARA Ltda.
<b>Distribuciones:</b>	Anuales, A los 10 días hábiles bancarios contados desde la fecha de cierre de los estados contables anuales, siempre que existan fondos netos distribuibles.
<b>Activos del Fideicomiso:</b>	Inmuebles rurales, contratos de arrendamiento, entre otros.
<b>Comité de Calificación:</b>	Julio Preve, Martín Durán Martínez y Adrián Tamber.
<b>Calificación de Riesgo:</b>	BBB-.uy
<b>Vigencia de la calificación:</b>	noviembre de 2025 <sup>1</sup>
<b>Manual:</b>	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros.

<sup>1</sup>. La misma puede variar ante la aparición de hechos relevantes

## Resumen General

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

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

- Una construcción financiera que desde el punto de vista jurídico, ofrece las garantías necesarias tal como se apreció en el informe jurídico anexo a la calificación original <sup>2</sup>.
- Un diseño de gobierno corporativo que minimiza el riesgo a los inversionistas y que hasta la confección del presente informe ha funcionado en forma adecuada, disponiéndose de informes del operador y del comité de vigilancia.
- La empresa administradora del proyecto –Okara Limitada– ha tenido algunas dificultades en la gestión del proyecto, básicamente en lo que refiere a algunos aspectos clave del plan de negocios original, asociados a la ambientación de los campos y a la selección de arrendatarios que lleven adelante ese proceso. El administrador ha realizado algunas correcciones a la ejecución del plan de negocios, cambiando arrendatarios, pero estos cambios no han alcanzado a la totalidad de la superficie. El incumplimiento parcial de la ambientación, estaría dificultando entre otras razones, la valorización proyectada en algunos de los campos del fideicomiso, factor fundamental para lograr una mejora en la TIR.
- El Fideicomiso adquirió originalmente 5 predios con un total de 11.860 hectáreas, un 3% superior a la previsión inicial y a un precio 2% inferior a lo presupuestado. Concretada la venta de uno de los predios en agosto de 2023, el Fideicomiso tiene en propiedad un total de 9.871 hectáreas. Los 4 predios actuales se encuentran arrendados a 7 arrendatarios diferentes en 11 contratos según el destino del uso de la tierra (ganadería, agrícola, agrícola/ganadera, arroz). Con excepción de un acotado período de vacancia en uno de los campos entre setiembre de 2019 y agosto de 2020, el Fideicomiso ha logrado mantener la totalidad de los campos siempre arrendados.
- En agosto de 2024 La Asamblea de Titulares aprobó la compra e instalación de un equipo de riego en uno de establecimientos del Fideicomiso (La Rinconada), para aprovechar los beneficios fiscales que otorga la COMAP, mejorar las rentas futuras y valorizar esa propiedad. El proyecto consta de 4 pivots que permitirán regar una superficie de casi 400 hectáreas, los equipos ya se encuentran instalados y en funcionamiento con un avance de obra de 90 a 95% a diciembre de 2024. Resta por finalizar la obra de UTE y parte de la obra civil.
- En setiembre de 2024 se rescindió el contrato de arrendamiento del campo “El Milagro” de 1.249 hectáreas y se firmó un pastoreo por 526 hectáreas ganadera y un contrato de arrendamiento agrícola por 713 hectáreas agrícolas con otro arrendatario.

<sup>2</sup>. Ver [www.care.com.uy](http://www.care.com.uy)

- En abril de 2024 el operador presentó una actualización de la proyección financiera con información real a marzo de 2024 y proyectando hasta la finalización del fideicomiso en 2027. La TIR estimada por el operador para todo el período es de 3,12% la que se mantiene incambiada respecto de la estimación anterior. Este cálculo supone un aumento anual en el valor de la tierra del 7% para los 3 años que restan; CARE sensibilizó el flujo suponiendo menores tasas de crecimiento en los precios de la tierra, estimando una TIR del 2,7% con una tasa de apreciación del 4% que es la que normalmente considera para realizar sus proyecciones, aunque podría ser mayor con el avance de las inversiones en riego y en la ambientación de los campos. En cualquiera de los casos, la TIR si bien es positiva en términos nominales, estaría algo por debajo del costo de oportunidad considerado durante buena parte todo el período.
- En 2024 se devengaron arrendamientos por 1,19 millones de dólares, lo que implicaría un caprate de 2,7% considerando los valores actuales de los campos o del 3,1% si se considera el valor de compra. Estos valores son levemente mejores a los del año anterior aunque se mantienen por debajo que los esperados en el proyecto original y también luego del ajuste de 2018. El clima no fue favorable para los agricultores arrendatarios, los que en mayor o menor medida tuvieron dificultades que terminaron erosionando sus márgenes. Hubo importantes lluvias en la siembra que generaron atrasos y también lluvias abundantes al momento de las cosechas, que generaron pérdidas de rendimiento, mayores costos logísticos y daños en caminos y desagües.
- Sobre fines de 2024 se realizaron rescates de Certificados de participación por un total de 8,85 millones de dólares, producto de la venta del predio El Repecho.
- A diciembre de 2024 se presenta una nueva tasación de los campos del Fideicomiso, y al igual que en los años anteriores se presentaron propuestas de dos empresas diferentes. Considerando el promedio simple de las dos tasaciones, el valor de los 4 campos que quedan en propiedad del fideicomiso estaría en el entorno de los 43,9 millones de dólares, un 14,4% por encima de los valores de compra. La nueva tasación muestra para el promedio de los campos un incremento de un 2,2% respecto del año anterior<sup>3</sup>.
- Los factores que dieron lugar a los elevados niveles 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.

<sup>3</sup>. El criterio conservador de las tasaciones queda de manifiesto al comparar el resultado de la venta del predio El Repecho, ya que éste se vendió en el año 2023 un 15,2% por encima del valor promedio de las tasaciones de 2022.

- Más allá de este comportamiento relativamente previsible para el mediano plazo, el mercado se seguirá caracterizando por mostrar una alta volatilidad, con precios muy dependientes de lo que suceda con la oferta y demanda, con el clima y con la economía mundial. En este sentido, la caída en los precios que se verificó a partir de 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 probablemente en el correr de este año. Para el corto plazo, se presenta una nueva interrogante que refiere a los efectos que pudiera tener la guerra comercial que se está gestando, la que por el momento no parecería afectar a la producción primaria.
- 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 varios años de aumentos. El precio promedio de la tierra en dólares corrientes reportado por DIEA-MGAP para el primer semestre del 2024, habrá prácticamente alcanzado el máximo histórico del 2014 (-0,6%).
- En cuanto a las políticas públicas sectoriales, no se perciben riesgos en este sentido.

## I. INTRODUCCIÓN

### 1. Alcance y marco conceptual de la calificación

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

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

El marco conceptual de esta calificación supone un ejercicio prospectivo por el cual se confiere una nota que califica el desempeño esperado del fideicomiso, su capacidad de generar en el tiempo utilidades, conforme al proyecto de ejecución del negocio agrícola que consiste en esencia en identificar, adquirir y arrendar inmuebles rurales subutilizados pero con alto potencial productivo y valorización en el mediano y largo plazo, mediante la aplicación de un plan de desarrollo tecnológico según las particularidades de cada inmueble, que su administración está mandatada a realizar. Admitido el rango de TIRs derivado de múltiples simulaciones razonables para el proyecto en la 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 dependerá estrictamente del alcance de las tasas internas de retorno calculadas en el proyecto ni de los costos de oportunidad del capital de los inversores. En definitiva, la nota sigue entre otros criterios el cumplimiento del proyecto y el alcance de una rentabilidad mínima que se juzgue aceptable en ocasión de cada recalificación.

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

<sup>3</sup> Disponible en la calificación original, [www.care.com.uy](http://www.care.com.uy).

## 2. Antecedentes generales y hechos salientes del período.

### I. Antecedentes generales

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

Cuadro 1. Cronología de compras			
Fecha	Establecimiento	Area (has)	Precio de Compra
6/6/2016	Predio 1	6.939	3.453
27/9/2016	Predio 2	728	5.500
27/9/2016	Predio 3 (*)	1.992	3.944
27/9/2016	Predio 4	1.249	3.400
29/9/2017	Predio 5	955	6.400
<b>Total</b>		<b>11.863</b>	<b>3.882</b>

Fuente: Okara Ltda

(\*) Vendido el 23/08/2023

**Nota:** Care dispone de la información detallada de los predios

- En la medida en que se fueron entregando los campos los mismos fueron cedidos en arrendamiento.
- Respecto del ingreso bruto total estimado por el fideicomiso para todo el período, aproximadamente un 77% correspondería a la venta de la tierra al final del proyecto, y un 23 % a los ingresos por arrendamientos.
- Se desarrolló una propuesta de ambientación para cada uno de los campos previo a su arrendamiento, en el que a partir de información cartográfica, satelital y otras, se posibilitaría a largo plazo una mejor gestión de esos establecimientos.
- En los campos Santa Rufina, El Repecho y La Rinconada, se obtuvieron inicialmente los permisos para la realización de represas y el desarrollo de sistemas de riego. Si bien se han obtenido todos los permisos, no se han realizado hasta el momento obras.
  - o En Santa Rufina ya se finalizó el plan de recuperación de suelos y la DINAGUA aprobó el uso de aguas públicas por parte del Fideicomiso.
  - o En La Rinconada, está autorizada la realización de tres represas (chica, mediana y grande).
- Al finalizar los contratos de arrendamientos, el operador analiza las distintas posibilidades, ya sean renovaciones o cambios de arrendatarios. Para tomar estas decisiones se tienen en cuenta el cumplimiento del plan agronómico y productivo planteado para cada campo, así como también la situación financiera en la que se encuentren los arrendatarios.
- Durante el segundo semestre de 2019 dos contratos del mayor predio del fideicomiso (6.939 has, el 58% de la superficie total) no fueron renovados, lo que implicó la necesidad de la búsqueda de una rápida solución.



- En abril de 2020 se concreta el arrendamiento de 2.763 hectáreas para la explotación agrícola por parte de una empresa vinculada al operador. Esta opción estaba prevista en el contrato de fideicomiso como explotación extraordinaria, pero requiriendo autorizaciones especiales del comité de vigilancia y de la asamblea de beneficiarios.
- A setiembre de 2020 se ocupan 350 hectáreas para la realización de arroz por dos años por parte de un productor arrocero, y el saldo, aproximadamente 3.000 hectáreas son arrendadas por 4 años a partir agosto para la explotación ganadera.
- A partir de agosto-setiembre de 2020 todos los campos propiedad de Fideicomiso pasan a estar arrendados nuevamente, no obstante esta situación generó menores ingresos para el año 2019 y 2020
- En mayo de 2021 se firmó la rescisión del contrato de arrendamiento del predio 2 de 728 hectáreas y en junio de 2021 se firmó el arrendamiento de ese campo al mismo arrendatario que desde el 1 de junio de 2020 explota el Predio 5 de 955 hectáreas. Este cambio de arrendatario fue beneficioso al mejorar la probabilidad de cobro y el desarrollo de las mejoras en la ambientación.
- En abril de 2022 la Calificadora redujo ligeramente la nota al nivel actual.
- En diciembre de 2022 se realizó la primer distribución de utilidades acumuladas por USD 1.555.239.
- El 1 de junio de 2023 se firmó un nuevo contrato de arrendamiento por 2.764 hectáreas perteneciente al predio 1 de 6.939 has con el mismo arrendatario que lo venía explotando en los últimos tres años.
- Con fecha 23 de agosto de 2023 se firmó la compraventa definitiva por la enajenación de El Repecho de 1.992 has (predio 3). El establecimiento se había comprado en USD 3.944 por hectárea y se vendió en USD 6.550 por hectárea. El precio total de compra fue USD 7.855.757 y el precio total de venta fue USD 13.046.883, por lo tanto, el resultado bruto de la venta ascendió a USD 5.191.126. La valorización de este campo fue del 7,5% acumulativo anual, razonablemente en línea con el prospecto, por lo que, al menos para este campo, se podría estar validando el modelo de negocios. En acuerdo con los beneficiarios se decidió distribuir USD 4,08 MM y realizar colocaciones financieras durante algunos meses.
- A los efectos de aprovechar los beneficios por exoneraciones tributarias concedidos por la COMAP al amparo de la Ley de Inversiones, que posibilitaría exonerar IRAE generado por las rentas del ejercicio 2023 derivadas de la actividad del Fideicomiso y principalmente de la enajenación del establecimiento El Repecho, la Asamblea de Titulares aprobó la adquisición e instalación de un equipo de riego para el establecimiento La Rinconada. El proyecto de riego incrementaría la renta percibida, así como también incrementa el valor del establecimiento por contar con un sistema que da mayor estabilidad a los rendimientos.

## II. Hechos salientes del período

- En setiembre de 2024 se rescindió el arrendamiento del campo “El Milagro” de 1.249 hectáreas y se firmó un pastoreo con arrendatario que estaba en el campo por 526 hectáreas ganaderas por un corto plazo y un contrato de arrendamiento agrícola (con otro arrendatario) por 713 hectáreas agrícolas por 3 años.
- Se avanza en la implementación de un equipo de riego en el campo La Rinconada lo que permitirá mejorar la productividad, la calidad de los cultivos, la rentabilidad de la agricultura y el valor establecimiento. El proyecto previsto consta de 4 pívot de riego que tomarán agua de una represa existente para regar unas 400 hás. El proyecto de riego no solo involucra los equipos de pívot central, sino también las obras necesarias para su normal funcionamiento dentro de cada lote (tapado de cárcavas, caminería interna, luz eléctrica, etc. hasta las bombas, etc.). A diciembre 2024 los equipos se encuentran instalados y en funcionamiento, con un grado de avance de obra del 90-95%, aunque resta finalizar la obra de UTE y parte de obra civil.
- En el siguiente cuadro se presenta la información por arrendamientos devengados en 2024, los que alcanzaron 1,19 millones de dólares.

**Cuadro 2. Esquema de arrendamiento a devengados en los campos del Fideicomiso en 2024**

Campos	Area	Renta devengada		Cap Rate	
		USD/ha	Total USD	Renta/valor en 2024	Renta/ valor de compra
Predio 1	6.939	104	720.016	2,87%	3,01%
Predio 2	728	217	157.636	2,74%	3,94%
Predio 4	1.249	109	136.303	2,72%	3,21%
Predio 5	955	187	178.222	2,23%	2,92%
<b>Total</b>	<b>9.871</b>	<b>121</b>	<b>1.192.177</b>	<b>2,72%</b>	<b>3,11%</b>

Fuente: Informe del Operador

- La renta media para el 2024 fue de 121 dólares por hectárea lo que implica un caprate de 2,7% calculada sobre el valor actual de los campos con las tasaciones a diciembre de 2024. Estos valores estarían levemente por encima de 2023, pero un 4,1% por debajo del ajuste realizado en 2018. Si el caprate se calcula considerando el precio de compra el valor se incrementa a 3,1%.
- Al 31 de diciembre de 2024 hay dos productores con atraso en el pago de la renta, uno de ellos ya no es arrendatario. Han presentado acuerdos de pago que se vienen cumpliendo.
- Se continúa con el proceso de auditoría de los campos para relevar el avance del esquema productivo propuesto por los arrendatarios y el consecuente proyecto de desarrollo de cada campo. Luego de los últimos cambios de arrendatarios, queda solamente parte del predio 1 (unas 2.850 has), bajo un arrendamiento en donde el proceso de ambientación no sería satisfactorio para el operador, ya que no se está explotando el área agrícola.

- Sobre fines de 2024 se realizaron rescates de Certificados de participación por un total de 8,85 millones de dólares, producto de la venta del predio El Repecho.
- Se presenta una nueva tasación de los establecimientos del fideicomiso a diciembre de 2024, y al igual que años anteriores fue realizada por dos empresas tasadoras. Se verifica en esta oportunidad para el conjunto de los establecimientos un aumento de 2,2% respecto del año anterior, para ubicar el valor total en 43,9 millones de dólares.

### 3. Información analizada

La información analizada en esta ocasión fue la siguiente:

- Informes trimestrales del operador, el último a diciembre de 2024.
- Estados Contables del Fiduciario al 31/12/2024.
- Estados Contables del Fideicomiso al 31/12/2024.
- Estados Contables del Operador al 31 de diciembre de 2023.
- Tasaciones a diciembre de 2024 (La Consignataria y Tasar).
- Flujo Financiero a diciembre de 2024.

### II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

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

#### 1. Descripción general

**Denominación:** Fideicomiso Financiero Campos Sustentables

**Fiduciario:** TRUST Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A.

**Administrador:** Okara Limitada.

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

**Entidad Representante:** Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay.

**Cotización bursátil:** Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay.

**Títulos emitidos:** Certificados de participación

**Activos del Fideicomiso:** Inmuebles rurales, contratos de arrendamientos, entre otros.

**Moneda:** Dólares

**Importe de la Emisión:** USD 50.000.000

**Plazo:** 12 años.

**Distribuciones:** Anuales, a los 10 días hábiles bancarios contados desde la fecha de cierre de los estados contables anuales, siempre que existan fondos netos distribuibles.

**Calificación de Riesgo:** BBB-.uy

## 2. El análisis jurídico

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

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

## 3. Riesgos considerados

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

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

### III. LA ADMINISTRACIÓN

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

#### 1. La Fiduciaria.

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

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

A continuación se exponen en los cuadros siguientes su Estado de Situación Patrimonial y de Resultados al 31 de diciembre de 2024 y su comparativo con periodos anteriores.

**Cuadro 3: Estado de Situación de TRUST (miles de \$)**

Concepto	31/12/2024	31/12/2023	31/12/2022
<b>Activo</b>	<b>59.777</b>	<b>43.243</b>	<b>40.049</b>
Activo Corriente	17.985	4.328	2.042
Activo no Corriente	41.793	38.915	38.007
<b>Pasivo</b>	<b>38.211</b>	<b>26.029</b>	<b>23.185</b>
Pasivo Corriente	12.021	4.031	1.494
Pasivo no Corriente	26.190	21.999	21.692
<b>Patrimonio</b>	<b>21.567</b>	<b>17.213</b>	<b>16.863</b>
<b>Pasivo y Patrimonio</b>	<b>59.777</b>	<b>43.243</b>	<b>40.049</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>1,50</b>	<b>1,07</b>	<b>1,37</b>

Fuente: EE.CC TRUST

Como puede apreciarse, mantiene un patrimonio positivo, consistente con resultados superavitarios.

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

Concepto	31/12/2024	31/12/2023	31/12/2022
Ingresos Operativos Netos	19.397	11.404	7.644
Ingresos Diversos	-	-	-
Ingresos Financieros	4.707	3.529	4.731
<b>Total Ganancias</b>	<b>24.104</b>	<b>14.933</b>	<b>12.375</b>
Gastos de Administración	(16.838)	(11.562)	(7.782)
Gastos financieros	(3.218)	(3.019)	(4.037)
<b>Total Egresos</b>	<b>(20.056)</b>	<b>(14.582)</b>	<b>(11.819)</b>
<b>Resultado del periodo</b>	<b>4.048</b>	<b>351</b>	<b>555</b>
Ajuste integral	305	-	-
<b>Resultado Integral del Período</b>	<b>4.353</b>	<b>351</b>	<b>555</b>

Fuente: EE.CC TRUST

El capital autorizado de la sociedad es de \$ 20 millones en acciones de valor nominal de \$ 1 cada una y a la fecha se han integrado \$10.645.151. Se trata de acciones nominativas distribuidas entre varios accionistas de participación dispar.

TRUST AFISA comenzó a operar efectivamente como fiduciaria a partir del año 2013. A la fecha administra este y otros fideicomisos de distinto tipo. Su idoneidad para administrar esta operación no ofrece reparos.

## 2. OKARA SRL

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

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

Desde que se hiciera dicha evaluación no se han registrado novedades que hagan cambiar el juicio de CARE respecto a la idoneidad de la firma para llevar adelante este emprendimiento por lo que se considera que no es necesario reiterarla acá.

### Situación económico financiera

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

Cierra ejercicio el 31 de diciembre de cada año. De acuerdo a los EE.CC proporcionados por la firma su situación patrimonial y los resultados obtenidos no ofrecen dificultades. El último balance disponible fue al cierre del 31/12/2023.

Se concluye entonces que, en este sentido, el Administrador no debería tener inconvenientes para desempeñar la función asignada en esta operación.

### 3. El Fideicomiso

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

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

En los cuadros siguientes se da cuenta del estado de situación patrimonial y de resultados del Fideicomiso, al 31/12/2024.

<b>Cuadro 5: Estado de Situación Fideicomiso (miles de USD)</b>			
<b>Concepto</b>	<b>31/12/2024</b>	<b>31/12/2023</b>	<b>31/12/2022</b>
<b>Activo</b>	<b>47.742</b>	<b>56.382</b>	<b>51.408</b>
Activo Corriente	7.886	17.994	5.094
Activo no Corriente	39.855	38.388	46.313
<b>Pasivo</b>	<b>901</b>	<b>1.167</b>	<b>610</b>
Pasivo Corriente	901	1.167	610
Pasivo no Corriente	-	-	-
<b>Patrimonio</b>	<b>46.841</b>	<b>55.216</b>	<b>50.798</b>
<b>Pasivo y Patrimonio</b>	<b>47.742</b>	<b>56.382</b>	<b>51.408</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>8,75</b>	<b>15,42</b>	<b>8,35</b>

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Puede observarse que el patrimonio contable al cierre del año 2024 cae por debajo de los USD 50 millones que fue el monto nominal de la emisión original. Esto se debe porque en noviembre del año pasado hubo un rescate de CP's por valor de USD 8.85 millones, en consecuencia el valor de CP's en circulación con el cual hay que comparar es de USD 41.15 millones por lo que el patrimonio contable sigue estando, en valores nominales, por encima de la emisión. Esto fue posible por la venta de un campo ya comentada en anteriores actualizaciones.

En esta oportunidad no se registran cambios de valor en las propiedades de inversión como consecuencia de las tasaciones practicadas a fin del ejercicio. De acuerdo al criterio utilizado se considera valor razonable el valor de mercado, determinado por los peritos independientes, o el costo de adquisición menos amortizaciones, de los dos el menor. En otra sección se comenta este y otros aspectos vinculados a la marcha de los negocios.



A continuación se presenta un resumen del estado de resultados.

<b>Cuadro 6: Estado de Resultados Fideicomiso (miles USD)</b>			
<b>Concepto</b>	<b>31/12/2024</b>	<b>31/12/2023</b>	<b>31/12/2022</b>
<b>Ganancias</b>	<b>2.171</b>	<b>14.523</b>	<b>3.656</b>
Ingresos Operativos	1.192	14.281	1.859
Ingresos diversos	639	5	1.697
Resultados Financieros	340	237	99
<b>Pérdidas</b>	<b>(1.394)</b>	<b>(9.422)</b>	<b>(1.557)</b>
Gastos directos de prestación	(166)	(8.010)	(294)
Gastos de administración	(497)	(610)	(610)
Gastos generales	(576)	(700)	(579)
Gastos Financieros	(155)	(102)	(74)
<b>Resultado antes de IRAE</b>	<b>777</b>	<b>5.101</b>	<b>2.098</b>
IRAE	(302)	(683)	(110)
<b>Resultado del periodo</b>	<b>475</b>	<b>4.418</b>	<b>1.988</b>
Ajuste resultado periodo anterior	-	-	-
<b>Resultado integral del periodo</b>	<b>474</b>	<b>4.418</b>	<b>1.988</b>

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Los ingresos y los resultados caen respecto al ejercicio anterior, más allá del análisis que se realiza en este mismo informe se recuerda que al haberse vendido un campo hay menor actividad y fundamentalmente, en el ejercicio 2023 se registró una utilidad extraordinaria por dicha venta.

#### 4. Riesgos considerados:

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

**Riesgo administración**, la idoneidad de la fiduciaria para la administración de esta operación no ofrece dificultades. En cuanto al operador, más allá de su reconocida aptitud para la gestión de activos agropecuarios, en este caso viene evidenciando dificultades para la implementación del plan de negocios. *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. Por iguales razones que el anterior, resulta poco probable que aun dándose conflictos, el fiduciario y la administradora no pudieran resolverlos a satisfacción del proyecto. *Riesgo muy bajo.*

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

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

## IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

### 1. Bienes fideicomitidos y aspectos descriptivos del proyecto

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

Las proyecciones económicas se presentaron oportunamente por un período igual a la duración del fideicomiso, o sea 12 años, sin considerar la posibilidad de variación de los tres años previstos. En abril de 2018 se contó con un nuevo modelo financiero que contempló ajustes en los costos de inversión y en los ingresos por arrendamientos, en base a los valores reales que se venían obteniendo.

El proceso de compra de campos por parte del Fideicomiso finalizó en setiembre de 2017 con la adquisición de cinco establecimientos, en cinco departamentos, alcanzando una superficie de 11.863 has, cuyo precio promedio resultó en unos USD 3.882/ha. En el proyecto se había estimado un total de 11.563 has a un precio de USD 3.995. Como ya se comentara, en 2023 se vendió uno de los campos de 1992 hectáreas, por lo que en la actualidad el fideicomiso tiene 4 establecimientos.

El portafolio actual es de 9.871 hectáreas y comprende 4.924 hectáreas destinadas a ganadería (49.88%) y 4.947 hectáreas destinadas a agricultura (50.11%).

El área agrícola considera 1.185 hectáreas afectadas al cultivo de arroz en el campo La Rinconada y 340 hectáreas de agricultura bajo riego en el campo Santa Rufina. Asimismo se cuenta para dos de los campos con proyectos aprobados y derechos gestionados y otorgados ante DINAGUA para desarrollar sistemas de riego. Estas inversiones hasta el momento no se han realizado.

El área ganadera considera 1.059 hectáreas de monte ganadero en el campo La Rinconada que se encuentra bajo un proyecto de sistematización aprobado por el MGAP para incrementar su capacidad productiva y de generación de renta. Además, considera 1.000 hectáreas de campo natural en rotación con la producción de arroz con potencial para desarrollarlo para producción agrícola.

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

**Cuadro 7.- Resultados reales y esperados**

	Ingreso arrendamientos USD	Renta media USD/ha	Caprate en % Renta/valor de cada año
Proyecto original año 2013	1.931.092	167	4,2%
Ajuste realizado en 2018	1.491.967	126	3,2%
Renta devengada 2017 (*)	1.500.381	126	3,3%
Renta devengada 2018	1.463.682	123	3,2%
Renta devengada 2019	1.414.810	119	3,1%
Renta devengada 2020	1.138.227	96	2,5%
Renta devengada 2020 (*)	1.356.647	114	2,9%
Renta devengada 2021	1.426.726	120	3,1%
Renta devengada 2022	1.859.513	157	3,6%
Renta devengada 2023 (*)	1.319.406	111	2,6%
Renta devengada 2024	1.192.177	121	2,7%

Fuente: CARE en base a prospecto e informes del operador

(\*) Renta anualizada

El caprate promedio de los últimos 9 años fue de 3,0% para todos los campos del fideicomiso, frente al 4,2% esperado en el proyecto original, pero estaría razonablemente alineado con el ajuste del modelo financiero realizado en el año 2018.

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

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

Una vez completada la compra de los campos, OKARA presentó para abril de 2018 una actualización de las proyecciones financieras, sobre la base de los datos reales de los primeros años, en lo que se refiere a los precios de compra de los campos y los valores que se estaban obteniendo por los arrendamientos. La proyección ajustada en 2018 proyectaba una reducción en la TIR esperada (6%), suponiendo una recuperación de los precios de la tierra y de los arrendamientos, que al menos hasta 2021, no se había verificado.

Para esta actualización, el operador presenta una nueva proyección financiera con datos reales a diciembre de 2024 y proyectando hasta la culminación del Fideicomiso en 2027. La proyección considera los valores de los campos a diciembre de 2024, la venta del primer predio, las distribuciones realizadas, la inversión reciente en riego y la realidad actual en cuanto a los arrendamientos. El valor de la TIR que se calcula, en todos los casos asume que el inversor adquirió los CPs en el año cero y al valor par.

Los criterios considerados por el operador para esta actualización fueron los siguientes:

- El valor inicial de los campos es el promedio de las tasaciones de diciembre de 2024 (agregando 1,5 millones de dólares por concepto de las inversiones en riego).
- No considera incremento del valor de los arrendamientos (126 USD/ha), los que se mantienen constantes en los 3 años que restan. Este criterio resulta un tanto conservador ya que sería probable que se verificaran incrementos en las rentas por mayores precios nominales de la tierra, o de los commodities agrícolas, o por el riego en La Rinconada. Sin embargo, como se verá los ingresos por arrendamiento tienen muy poca incidencia en la TIR.
- Incremento del precio de la tierra 7% anual, a partir de 2025. Este valor es mayor al que normalmente CARE considera para realizar sus proyecciones (3 a 4%). Aunque podría ocurrir ya que hay un predio que representa el 70% de la superficie de los campos del Fideicomiso que prácticamente no ha aumentado de precio desde su compra, y tiene un alto potencial para mejorar (La Rinconada).

El resultado obtenido bajo estos supuestos es de 3,12%. Esta nueva TIR es sensiblemente más baja que la esperada originalmente en el Prospecto, pero es positiva y prácticamente no presenta cambios con la presentada un año atrás (3,11%).

### Cuadro 8. Evolución de la TIR

Indicador	Inicial	2018	2022	2025
TIR del Proyecto	8,54%	6,00%	1,60%	3,12%

Fuente: el Operador

En el Prospecto se fundamentó la valoración esperada de la tierra considerando el plus que significa el agregarle el proceso de “ambientación”<sup>4</sup>. Este agregado de valor en los campos seleccionados hace que los mismos cambien de destino productivo, o sea, se transformen de establecimientos básicamente ganaderos en campos con potencial agrícola, algunos de ellos con riego. Este hecho generaría que el flujo esperado de ingresos “productivos” se modifique y conlleve a una extra valorización de la hectárea.

Ello determinó que en su momento pareciera aceptable el guarismo de 8% de incremento anual de valor nominal en dólares del prospecto. Como se verá en el capítulo V en períodos de 12 años, en promedio el valor de la tierra se ha apreciado en 7,6% anual, aunque hubo períodos en que ese guarismo fue bastante menor. Hoy en día, a la luz del análisis del comportamiento de los valores de la tierra en los últimos años ese crecimiento anual parece muy optimista, incluso considerando el proceso de ambientación.

En relación a los arrendamientos, el flujo financiero original consideraba un incremento nominal de 3% anual, levemente superior a la inflación americana; no considerando movimientos en la productividad producto de las ambientaciones propuestas, ni los aumentos de productividad derivados de la propia evolución tecnológica. En este caso, con una serie más corta (24 años) el incremento anual promedio en períodos de 12 años para los arrendamientos

<sup>4</sup> Desde el principio CARE consideró en sus análisis como upside de valorización de la tierra los porcentajes normales de estos casos, sin considerar el incremento adicional por concepto de ambientación, que fue considerado como una eventualidad.

fue de 7,4%; este valor resulta muy alto al considerar los incrementos en las rentas consecuencia de los incrementos en los precios de las commodities, el crecimiento agrícola, el desarrollo forestal, etc. Desde la fecha en que fue presentado el prospecto (2013) hasta el año 2024, los valores medios de las rentas en el país han caído un 26%, lo que está en línea con el comportamiento de las rentas obtenidas por el fideicomiso.

Como ya lo planteara CARE en informes anteriores, el precio del arrendamiento es determinado por el precio de los productos, además del precio de la tierra. Esto explica que ante variaciones bruscas en los precios de los productos los valores de arrendamiento se ajusten más rápidamente a esos cambios que los precios de la tierra.

## 2.1 Sensibilización

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

Tomando en cuenta el valor actual de los campos (diciembre 2024), la posible evolución de los precios esperada de los campos, y algunas alternativas de variación en el valor de los arrendamientos, CARE recalculó la TIR, suponiendo diversas situaciones.

Se consideraron incrementos menores al considerado por el operador para el valor de la tierra a partir de 2025 y hasta la finalización del fideicomiso. Para CARE el incremento anual del precio de la tierra debería contemplar a la inflación americana para el largo plazo (2%) más el incremento en la productividad de la tierra (aproximadamente un 1-2%), por tal motivo el incremento de largo plazo en el precio de la tierra debería ubicarse entre un 3 y un 4%; como ya fuera comentado, en este caso podría ser mayor, habida cuenta del proceso de ambientación.

Respecto del valor esperado para las rentas se supuso en un escenario más probable una renta de 126 dólares por hectárea (la que considera el Operador), considerando también un escenario con un 10% superior y otro con un 10% menor.

La nueva TIR estimada para el escenario que contempla los criterios de la calificadora sería de 2,7%, sigue siendo positiva y refiere a un escenario tendencial, desconociendo los efectos futuros sobre el aumento de precios derivados de la mejora en los campos (ambientación, transformación agrícola, riego, etc.). En el siguiente cuadro se presenta la sensibilización de los flujos considerando también valorizaciones mayores y menores en los precios de la tierra y en el valor de las rentas.

## Cuadro 9.- Sensibilización de la TIR en diversos escenarios.

Tasa de evolución del precio de la tierra a partir de 2024	Valor medio de los arrendamientos (USD/ha)		
	113	126	139
3%	2,5%	2,5%	2,6%
4%	2,6%	<b>2,7%</b>	2,7%
7%	3,1%	3,1%	3,2%

Fuente: CARE en base al modelo financiero del operador

Del cuadro surge que cumplirse los supuestos detallados con anterioridad, la TIR se estaría ubicando entre 2,5 y 3,2%. Dado que quedan solamente tres años para la finalización del fideicomiso no cabría esperar grandes variaciones.

En una situación extrema en la que los valores de los campos se mantuvieran incambiables en los precios actuales hasta la finalización del fideicomiso en 2027, la TIR del inversor sería de 1,97%, una rentabilidad mínima pero positiva. Como ya fuera analizado en profundidad, el valor final de los campos es un componente muy importante de la rentabilidad final del proyecto, por lo que la evolución de este indicador se deberá seguir con la debida atención en futuras actualizaciones.

Particular atención habría que darle al predio de mayor tamaño, ya que éste es ahora el 70% de la superficie total del fideicomiso y apenas ha aumentado desde la compra en un 4,7% según las tasaciones; si se considera que se han invertido 1,5M en el sistema de riego el incremento de aumento respecto del valor de compra habría sido del 11%. Recién en los últimos años se ha iniciado en ese campo la actividad agrícola, el riego y el proceso de ambientación en una parte del predio, por lo que existe un potencial importante para mejorar y con ello para valorizarlo y mejorar la TIR.

## 2.2 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)<sup>5</sup>, 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"<sup>6</sup> promedio de empresas de producción agrícola en mercados emergentes, el cual se ubica en 0,79, 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 (2,78%), para el riesgo país (índice UBI) se consideraron 110<sup>7</sup> puntos básicos y para la prima de riesgo del mercado accionario se consideró 4,51%.

<sup>5</sup>. 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 una inversión en un activo financiero, en función del riesgo que está asumiendo

<sup>6</sup>. Valor proporcionado por Damodaran.

<sup>7</sup>. Refiere a un promedio de 5 años, hoy el riesgo país varía en el entorno de 80 puntos básicos.

Aplicando estos valores se llega a una tasa de retorno esperada para el capital propio del 5,25%. Este valor resulta superior a la TIR esperada para el escenario que considera los criterios de CARE para realizar proyecciones (2,7%), lo que estaría indicando que la misma no sería atractiva. Este costo de oportunidad no estaría disponible para inversores institucionales ya que estos no pueden invertir en los mercados globales.

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 levemente mayor (5,39%).

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 Uruguay<sup>8</sup>. En la actualidad la curva en dólares (CUD) a 10 años está en 5,21%. En este caso, la TIR esperada también estaría por debajo de la curva en dólares, que por otra parte solamente considera el riesgo país.

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.

### 3.- Tasación de la Tierra

En diciembre de 2024 se presentó una nueva tasación de los campos del fideicomiso. Al igual que en años anteriores se realizaron dos tasaciones de los distintos establecimientos por parte de dos empresas independientes. El valor considerado por la calificadora para la construcción del cuadro fue el promedio simple de las tasaciones realizadas a cada campo.

En el siguiente cuadro se presentan los valores obtenidos y se comparan con los del año anterior. Se consideran solamente los 4 campos que al 31 de diciembre de 2024 estaban dentro del patrimonio del Fideicomiso.

<b>Cuadro 10. Tasación de los campos en dólares por hectárea</b>					
<b>Establecimiento</b>	<b>Precio de Compra</b>	<b>Tasación Dic. 2023</b>	<b>Tasación Dic. 2024</b>	<b>Variación 2024/2023</b>	<b>Variación 2024/compra</b>
Predio 1	3.453	3.514	3.617	2,9%	4,7%
Predio 2	5.500	7.727	7.907	2,3%	43,8%
Predio 4	3.400	3.954	4.013	1,5%	18,0%
Predio 5	6.400	8.329	8.368	0,5%	30,7%
<b>Total</b>	<b>3.882</b>	<b>4.346</b>	<b>4.443</b>	<b>2,2%</b>	<b>14,4%</b>

Fuente: CARE en base a informes de Tasaciones

El monto total del valor de los campos según las tasaciones realizadas fue de 43,90 millones de dólares, cifra un 2,2% superior a la del año anterior, para esos mismos campos. Esta cifra no considera las inversiones en riego que se realizaron en el Predio 1, el operador estima que el valor total de ese campo debería verse incrementado en 1,5 millones, lo que parece razonable.

Todos los campos están tasados a diciembre de 2024 por encima de sus valores de compra, pero el incremento logrado es muy diferente según el predio. Las tasas anuales de crecimiento varían entre 0,6 y 4,6% según el

<sup>8</sup>. Curva Spot de Rendimientos de Títulos Soberanos Uruguayos emitidos en moneda nacional indexada a la inflación o en dólares, según sea el caso

campo y para el promedio de los campos la tasa anual de aumento de precio ha sido de apenas el 1,7%. Es importante tener presente que el predio de mayor área, que en la actualidad representa el 70% de la superficie total del Fideicomiso, es el que menos ha aumentado de valor.

El predio que se vendió mostró un incremento anual en su valor del 7,5%, aunque es importante destacar que las tasaciones no habían reconocido ese incremento, ya que el precio real de venta estuvo un 15,2% por encima de la última tasación (2022).

### **Riesgos considerados:**

**Riesgo de generación de flujos.** A partir de lo anterior se trata de señalar la capacidad de generar los flujos en el plazo pactado. Considerando el modelo de negocios planteado en el Proyecto además el permanente seguimiento que se hace al cumplimiento en plazo y forma por CARE de los compromisos de arrendamiento, se considera que existe un riesgo medio bajo y posible de ser controlado a tiempo de generación de los flujos. *Riesgo medio 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 niveles 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 algunos granos, se encuentran enfrentando un mercado deprimido con precios bajos, como resultado de una elevada oferta mundial. Por otra parte se estarían incrementando en algunos países y regiones, medidas proteccionistas que podrían derivar en la afectación del comercio y de los precios de los productos de la agricultura.

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

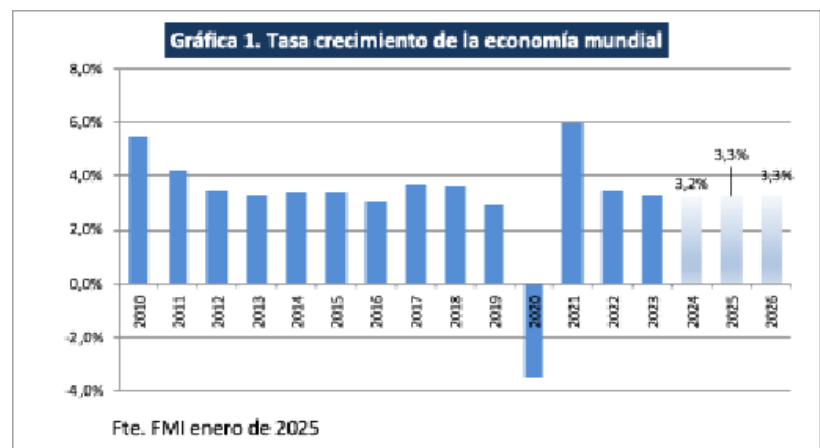
El comportamiento esperado de los precios de los productos agrícolas afecta el resultado de la inversión, aunque en menor proporción que los precios de la tierra. La trayectoria de mediano y largo plazo de los precios afecta aproximadamente el 23% de los retornos de la inversión se explican por arrendamientos y aparcerías.

Existe un cierto consenso entre diferentes organismos internacionales que para alimentar la población mundial hacia el 2050, la producción agrícola debería aumentar considerablemente, ya que la población mundial será más numerosa (más de 9 mil millones de habitantes), con más poder adquisitivo y más urbana. La producción agrícola deberá seguramente enfrentar una serie de desafíos para atender ese incremento en la demanda, ya que habrá que producir más con menores recursos naturales (tierra cultivable y agua) y deberá enfrentar nuevos desafíos logísticos y tecnológicos.

En base a este panorama, puede concluirse que la tendencia de largo plazo esperada para los precios de los productos alimenticios indica que los precios deberían mostrar una tendencia creciente, al menos en valores nominales.

### Perspectivas de crecimiento de la economía mundial

El Fondo Monetario Internacional en su informe de enero de 2025 prevé que el crecimiento mundial sería del 3,3% para 2025 y también para 2026, por debajo de la media histórica (2000–19) del 3,7%. Por otra parte, ese organismo espera que la inflación general mundial disminuya al 4,2% en 2025 y al 3,5% en 2026, logrando el nivel fijado como meta más pronto en las economías avanzadas que en las economías de mercados emergentes y en desarrollo.



## Evolución histórica de los precios

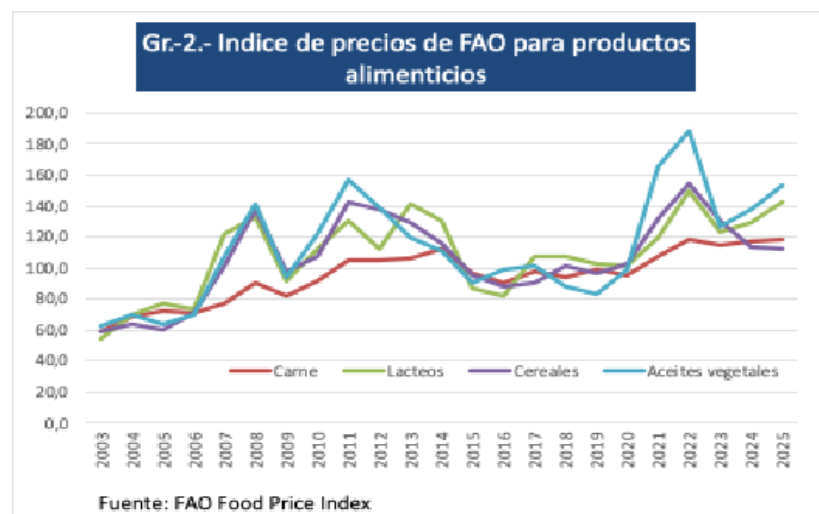
Los precios agrícolas mostraron un fuerte aumento en sus valores a partir de 2005 y hasta el 2013, producto de una serie de factores que contribuyeron a generar un shock de demanda, tales como: el incremento de los ingresos per cápita de China, una mayor apertura y desregulación de los mercados globales, 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 2023 y parte del 2024.

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 la FAO.



El índice de precios de los alimentos de la FAO se situó en enero de 2025 en 124,9. El índice se situó un 6,2% por encima de su valor de hace un año y un 22,1% por debajo del nivel récord de marzo de 2022.

Por su parte, el índice de precios de los cereales de la FAO registró en enero de 2025 un promedio de 111,7 puntos, esto un 6,9% menos que en enero 2024 y 35,6% menos que el récord histórico (mayo 2022). Los precios del trigo para la exportación registraron una caída muy ligera en enero, con pocos movimientos durante el mes. Los precios mundiales del maíz aumentaron en enero y superaron los niveles alcanzados un año antes por primera vez en dos años. La presión al alza en los precios obedeció a la escasa oferta estacional, a las condiciones desfavorables en la Argentina al finalizar la siembra, al lento avance del cultivo principal del Brasil, sumados a la revisión a la baja de los pronósticos sobre la producción y las reservas de maíz en los Estados Unidos de América. Aumentaron los precios mundiales del sorgo y la cebada, aunque la subida de la cebada fue solo marginal. Por su parte, el índice de precios de la FAO para todos los tipos de arroz disminuyó un 4,7 % en enero, ya que la abundancia de suministros exportables y la competencia entre los exportadores siguieron presionando a la baja los precios.

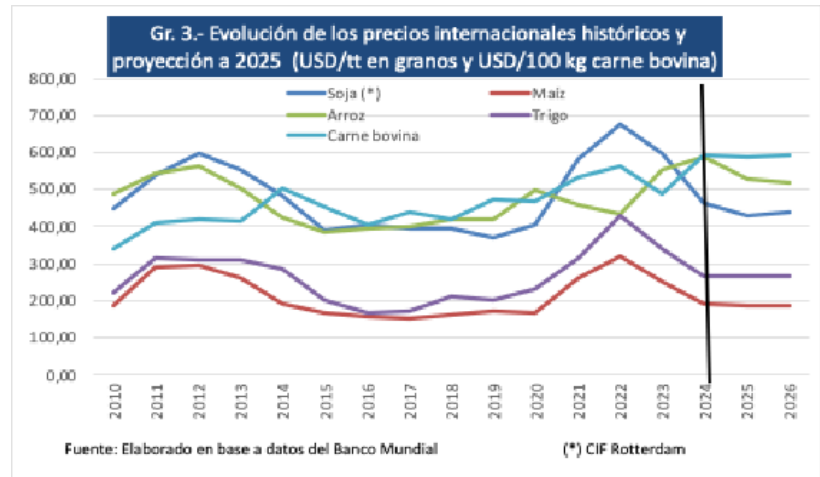
El índice de precios de la carne de la FAO registró en enero un promedio de 117,7 puntos, esto es un 8,1% más que en enero 2024, encontrándose un 6,5% por debajo del récord histórico en junio de 2022.

### **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 Mundial<sup>9</sup> en la que se observa la evolución reciente de precios comentada y una proyección al 2026.

El último informe del Banco Mundial presentado en octubre 2024 proyecta que luego de la reducción verificada en los precios internacionales en 2023 y 2024 los precios de la soja, el maíz y el trigo mantendrían los actuales valores en los próximos dos años, 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 reducción en sus valores en los próximos dos años luego de haber aumentado en 2023 y 2024. Por su parte, los precios internacionales de carne vacuna se mantendrían en los actuales valores, que por otra parte son elevados respecto de los históricos.

<sup>9</sup> Banco Mundial-Commodity Prices (octubre 2024) y Banco Mundial Commodity Price Data (febrero 2025).

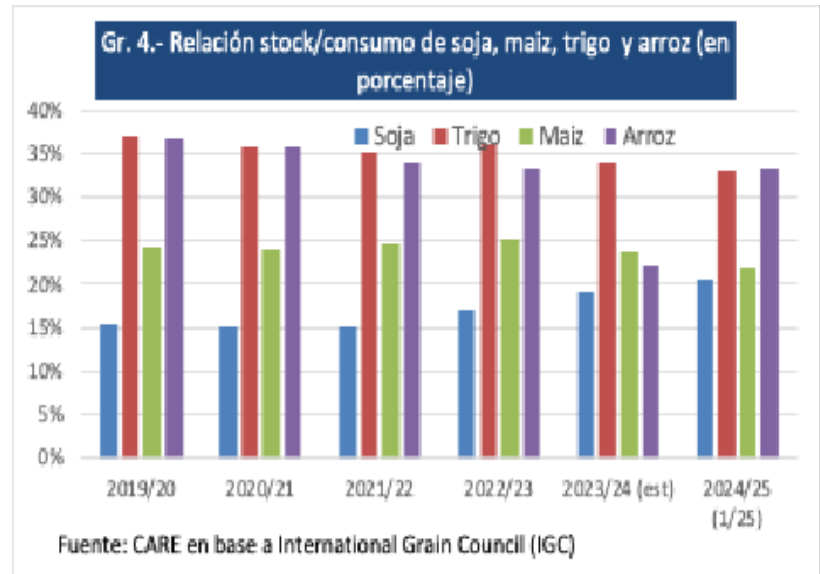


El análisis de las existencias de grano a través del ratio stocks/consumo, resulta en insumo relevante a los efectos de prever en posible comportamiento de los precios en el corto plazo.

Según surge de la información sistematizada por Consejo internacional de cereales (IGC por sus siglas en inglés), nos encontramos en una situación de reducción de stocks para el caso del maíz, como resultado de una menor producción y un mayor consumo (más demanda de etanol), lo que podría contribuir a un aumento de los precios internacionales de ese grano.

Para el caso particular de la soja, el IGC informe que el aumento previsto en la producción en América del Sur y Asia más que compensa la menor producción estimada de Estados Unidos, con lo que la producción mundial en 2024/25 alcanzaría un máximo histórico de 420 millones de toneladas (+6%). Ante el crecimiento neto de la oferta total, cabe esperar que tanto el consumo como como las existencias se eleven a cifras récord, manteniéndose por el momento la presión sobre los precios.

Para el caso del arroz, la relación stock consumo se mantiene en niveles similares a los del año anterior, que por su parte venían mostrando una continua reducción desde el año 2019.



### Perspectivas de largo plazo

CARE consultó diversas fuentes de información<sup>10</sup>, 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.**

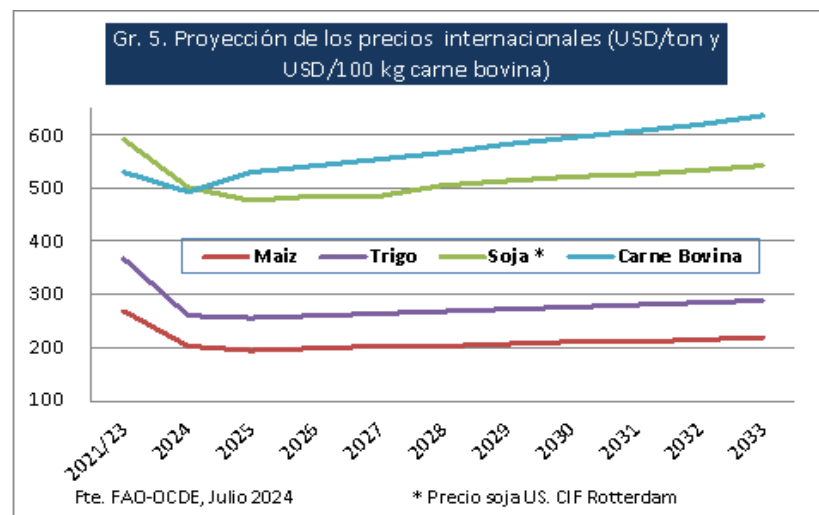
En julio de 2024 se publicaron “Las Perspectivas Agrícolas 2024-2033 de la OCDE y la FAO”, documento que ofrece una evaluación de las perspectivas a diez años para los mercados de productos básicos agrícolas. El informe analiza las tendencias de los factores demográficos y económicos que influyen en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

<sup>10</sup>. Perspectivas Agrícolas FAO-OCDE 2024-2033 (julio de 2024); USDA Agricultural Projections to 2034 (febrero 2025); Banco Mundial-Commodity Prices (octubre 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 siguiente gráfica se presenta la proyección de los precios internacionales en dólares corrientes realizado por FAO-OCDE en base a los supuestos considerados.



En febrero de 2024 el USDA presentó sus proyecciones agrícolas al 2034 (USDA Agricultural Projections to 2034). El informe refiere a la situación interna del país y realiza proyecciones de la producción y del comercio agrícola, así como también los precios internos para sus productores. Las proyecciones se basan en supuestos específicos, incluido un escenario macroeconómico, la política estadounidense existente y los acuerdos internacionales vigentes.

Las proyecciones del USDA suponen un escenario muy similar al de FAO-OCDE. En general estiman que los precios del trigo, el maíz y la soja seguirían cayendo lentamente hasta 2025 o 2026, para luego crecer levemente, aunque por debajo de la inflación. Para el caso particular del arroz y la ganadería, se espera una mayor caída, culminando al final del período por debajo de los precios actuales. Cabe recordar que las proyecciones en el caso de las realizadas por el USDA refieren a los precios domésticos que reciben los productores americanos, por lo que los mismos pueden estar afectados por la demanda interna o por otros factores, y no tanto por el precio internacional.

Como se pudo 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 estaría culminando, 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 2034 respectivamente, 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.

En el siguiente cuadro se presenta cual sería la evolución esperada en los precios según estas fuentes consultadas, partiendo de los niveles de 2024-2025.

**Cuadro 11. Tasa anual de evolución de los precios proyectadas para los próximos 10 años**

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

Fuente: CARE en base a USDA y FAO-OCDE

Nota: Incremento acumulativo anual

FAO-OCDE son precios internacionales período 2024-2033

USDA son precios internos período 2025-2034.

La tendencia de largo plazo parece estar relativamente clara, no obstante eso no implica que por situaciones coyunturales la trayectoria de los precios 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, como por ejemplo: 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.

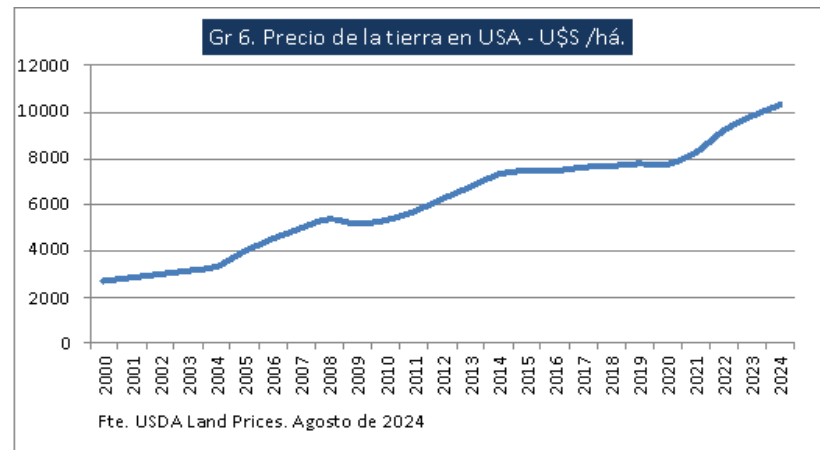
En lo que respecta al precio de la tierra en Estados Unidos, en lo que va del siglo XXI se observa una continua fase ascendente, con alguna excepción (2009 y 2015) en donde se verificaron mínimas reducciones, pero que no modifican la tendencia. El precio en Estados Unidos cayó únicamente en los primeros años de la década del ochenta ante el cambio de la política monetaria



denominado "Plan Voelker" 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 32%; si se analizan por separado las tierras agrícolas de las ganaderas, las primeras tuvieron entre 2020 y 2024 un aumento del 36% mientras que las segundas un 31%.



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.

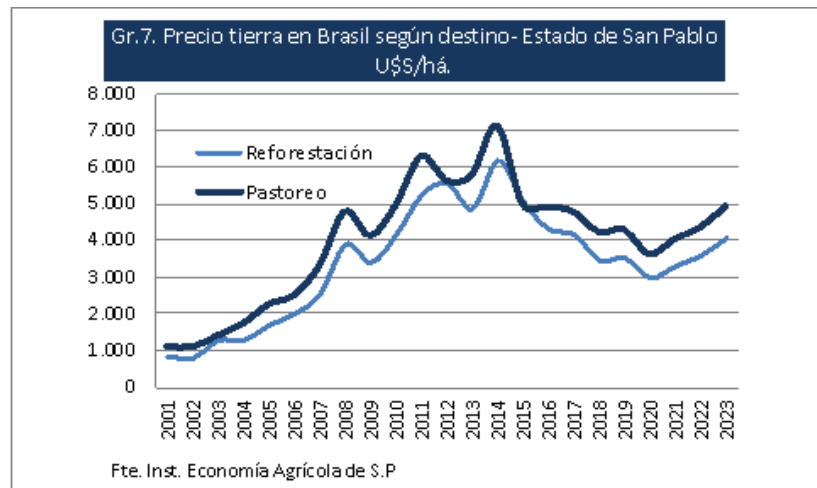
Cuadro 12. Precio de la tierra regada y no regada en el Corn Belt de EEUU (USD/ha)						
	2020	2021	2022	2023	2024	Variación 2024/23
Regada	11.713	12.059	13.591	14.184	14.826	4,5%
No regada	8.476	9.291	10.576	11.392	11.861	4,1%
Variación en porcentaje	38%	30%	29%	25%	25%	

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

El comportamiento del precio de la tierra en Brasil, está por lo general 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 al dólar.

No se dispone aún de información para el 2024, pero es muy probable que se verifique una reducción de los valores de la tierra en dólares corrientes, como consecuencia de la fuerte devaluación que ha tenido el Real en ese año.



La historia económica reciente de Argentina ha hecho 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 series confiables.

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.

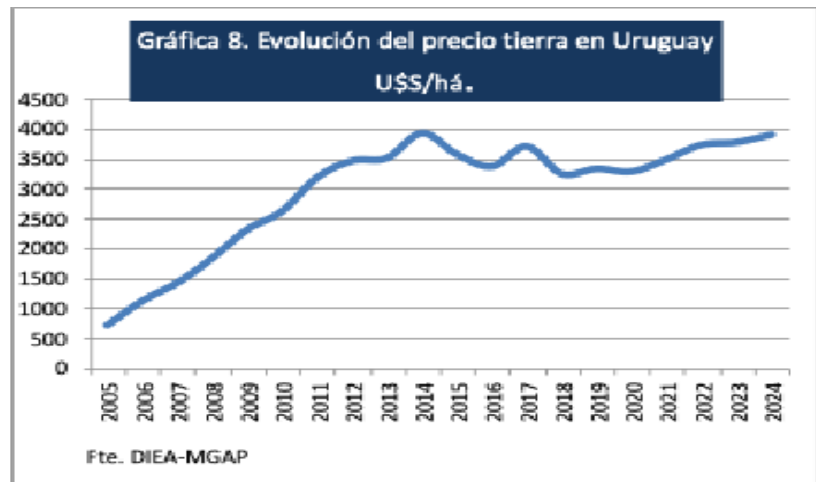
La Cámara Argentina de Inmobiliarias Rurales (CAIR), institución que analiza la evolución de ese mercado, informa que la actividad del mercado (no refiere a precios sino a transacciones) se ha recuperado en forma sostenida en el 2024, como resultado directo del cambio de administración. El índice de actividad que estima la Cámara<sup>11</sup>, se ubicaba en diciembre de 2024 en 49,69 puntos frente a los 21,52 puntos en que había cerrado en diciembre de 2023. El informe aclara que en noviembre de 2024 había llegado a los 60 puntos y que la fuerte baja de diciembre se explica por un tema estacional (4 feriados en días laborables en el mes). Según la Cámara, el año 2024 cerró con una tendencia alcista en la actividad a pesar de la baja importante del mes de diciembre.

<sup>11</sup>. 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.

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.

A partir de 2021 el precio de la tierra en el Uruguay parece retomar su tendencia histórica de crecimiento, al aumentar un 6,2% en ese año y luego un 6,9% en 2022, guarismos seguramente influidos por el repunte de los precios internacionales, 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.

A partir de 2023 los incrementos se moderan a un 1,1% en ese año y las cifras preliminares para el primer semestre de 2024 estarían mostrando un crecimiento en el precio promedio de la tierra de un 3,4%<sup>12</sup>. Cabe destacar que la información de un semestre, al representar una menor superficie que el año completo, puede estar influenciada por la localización y/o la calidad de los suelos al momento de la definición del precio medio. De confirmarse ese valor para el año 2024, el precio promedio de la tierra en dólares corrientes habrá prácticamente alcanzado el máximo histórico del 2014 (-0,6%).



<sup>11</sup>. 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.

<sup>12</sup>. "Primer semestre compraventas año 2024", DIEA-MGAP. 15 de octubre de 2024.

<sup>13</sup>. SERAGRO, Agroclaro, Consur y operadores privados

<sup>14</sup>. B. Lanfranco y G. Sapriza (Serie Técnica N° 187 de INIA, "El índice CONEAT como medida de productividad y valor de la tierra" 2011)

Existen otras fuentes de información realizadas por consultoras y operadores del mercado<sup>13</sup>, 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 comprobada<sup>14</sup> 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

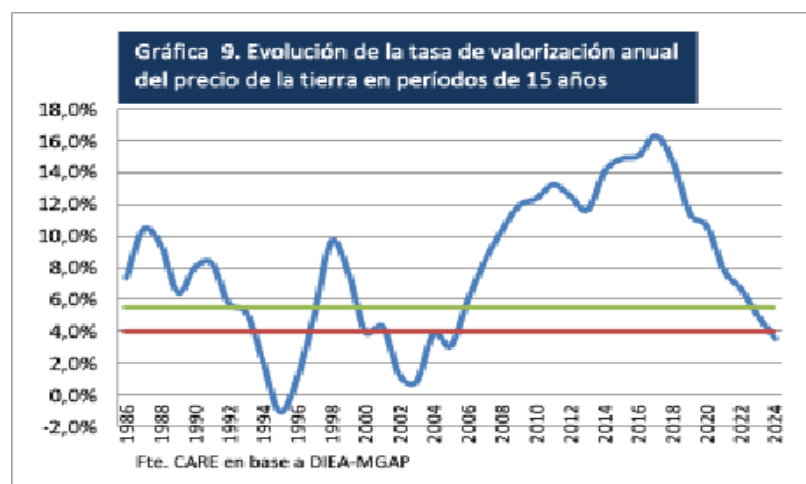
exactamente en la misma proporción que cuando están por encima de 100. Esto básicamente se explica porque muchos de los campos por debajo de 100 son demandados para producciones diferentes a la carne y a la lana (arroz o forestación), rubros considerados para determinar el valor del índice.

La valorización del precio de la tierra es un componente muy importante de ingreso final del fideicomiso (75%) 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 2024) la variación anual en períodos de 15, en donde se observa lo siguiente:

- En promedio, la evolución anual del precio de la tierra en períodos móviles de 12 años fue de 7,9%.
- No obstante en la serie aparecen 24 años (un 56%) en donde el aumento acumulativo anual en periodos de 12 años es menor al 8%, y 14 años en donde es menor al 4% valor sobre el que CARE recalculó la TIR.
- Actualmente, el precio de la tierra se encuentra un 12,6% por encima del de 12 años atrás; apenas un aumento en los últimos doce años de un 1,0% acumulativo anual.

Importa destacar, que esta serie de precios de la tierra es un promedio nacional y por lo tanto no considera cambios en el valor de la misma por concepto de ambientación o cambio de destino en el uso de la tierra, por lo que este comportamiento no debería trasladarse a las tierras de este fideicomiso, sino solamente considerarlo como una información adicional. Finalmente, como ya se informara el contrato de fideicomiso considera la posibilidad de extender el plazo por hasta tres años más, pudiéndose evitar de esta forma que se deba vender en una coyuntura muy desfavorable.

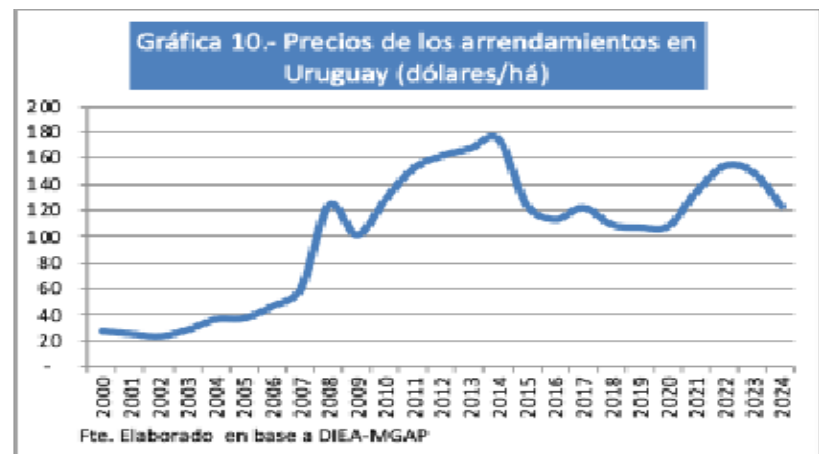


CARE entiende que si bien cabe esperar para el mediano y largo plazo aumentos sostenidos en los precios de la tierra, éstos no serían de similar magnitud que el pasado. Muy probablemente los aumentos de precios compensarán la inflación histórica<sup>15</sup> de Estados Unidos, más un pequeño componente por incremento de la productividad de la tierra, de esta forma se deberían ubicar entre el 3 y el 4% anual. Para este caso en particular el proceso de ambientación y la eventualidad del riego podrían mejorar ese porcentaje.

### 1.3. El precio de los arrendamientos

El comportamiento de los precios de los arrendamientos, en los últimos 25 años, ha mostrado una fuerte vinculación con los precios de los productos agropecuarios y con el precio de la tierra.

Según cifras de DIEA, el valor promedio de los arrendamientos 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. En 2021 y 2022, vuelven a aumentar en forma significativa los arrendamientos como consecuencia del fuerte incremento de los precios agrícolas, para volver a retroceder en 2023 y 2024.



A pesar de los incrementos en el valor de las rentas durante el último ciclo agrícola, éstas no alcanzaron los valores del anterior pico de precios (2012-2014).

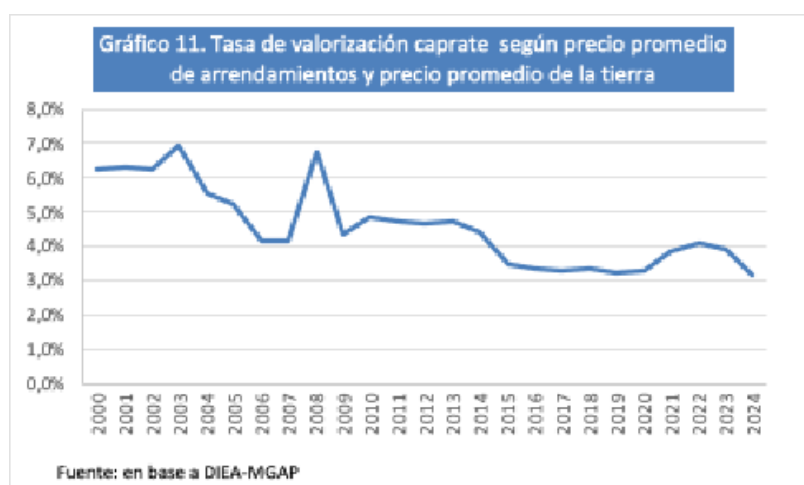
<sup>15</sup> En la actualidad está aún por encima de esos valores, pero no existen elementos para suponer que en el mediano plazo no retorne a los niveles históricos.

**Cuadro 13. Precio promedio de arrendamientos**

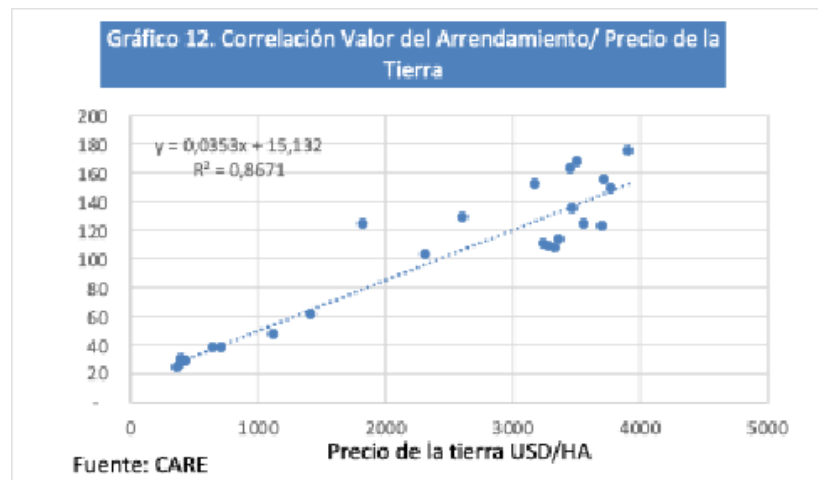
Año	Renta (USD/ha)	Índice base 2011=100
2010	128	84%
2011	152	100%
2012	162	106%
2013	167	110%
2014	174	114%
2015	124	82%
2016	113	74%
2017	122	80%
2018	109	72%
2019	107	70%
2020	108	9%
2021	134	11%
2022	154	12%
2023	149	12%
2024	123	10%

Fuente: DIEA-MGAP

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 mostrando una tendencia descendente desde comienzos del siglo y hasta 2019, para luego estabilizarse y mostrando un leve aumento en los años 2022 y 2023.



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 la tierra los de los productos agropecuarios, se hicieron las respectivas correlaciones simples que arrojaron los siguientes resultados:

**Cuadro 14. Coeficientes de Correlación**

AÑO	R2
Precio tierra-novillo	0,93
Precio tierra-soja	0,89
Precio tierra-leche	0,82
Precio tierra-maiz	0,71

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 desarbitrar.

## 2.- Las políticas públicas, el riesgo político

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

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

## VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

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

*En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos y cuantitativos - tanto los presentados por el estructurador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité de calificación de CARE entiende que los títulos recogen la calificación BBB-.uy<sup>16</sup> de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.*

Comité de Calificación



Ing. Julio Freve



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrián Tamber

<sup>16</sup>. **BBB-.uy**. Se trata de instrumentos que presentan un riesgo medio bajo para la inversión, ya que evidencian un desempeño aceptable y suficiente capacidad de pago en los términos pactados. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, y las características del entorno, dan en conjunto moderada satisfacción a los análisis practicados, sin perjuicio de alguna debilidad en cualquiera de las cuatro áreas de riesgo. Podría incrementarse el riesgo del instrumento ante eventuales cambios previsibles en los activos o sus flujos, en los sectores económicos involucrados, o en la economía en su conjunto. La probabilidad de cambios desfavorables previsibles en el entorno es de baja a media baja, y compatible con la capacidad de la administradora de manejarlos aunque incrementando el riesgo algo más que en las categorías anteriores. **El signo (-) indica que la calificación se acerca más a la categoría inferior de acuerdo al puntaje. Grado de Inversión mínimo**