

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

Montevideo, abril de 2025

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 FUTURO DE FONDOS
26	V EL ENTORNO
38	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

Actualización de la Calificación de Oferta Pública 02 - abril - 2025

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:	Bianuales, 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 noviembre 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 fue 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.).

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 original².
- 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 31 de diciembre de 2024, proyectando una TIR del 9,3% 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 6,7%, 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. Ver www.care.com.uy

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 19.000 hectáreas en 6 establecimientos, unas mil hectáreas por debajo de lo establecido en el prospecto. Las inversiones en riego se encuentran operando normalmente en todos los predios, los que están siendo explotados en su área agrícola por Bearing Agro. 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 flujo financiero que se analiza.
- En la campaña de invierno 24/25, se plantaron 111 hectáreas de cebada y 337 hectáreas de colza, lográndose rendimientos en línea con lo presupuestado. Si bien más del 90% de la producción de cebada tuvo calidad industrial, los precios estuvieron por debajo de lo presupuestado y no dejó margen positivo. Por su parte, la colza dejó para el fideicomiso un ingreso de 27 mil dólares que responde al 50% del margen del cultivo.
- En la campaña actual de verano 24/25 se sembraron unas 8.100 hectáreas en total, priorizando la producción de maíz en detrimento de la soja, atendiendo a la situación del mercado internacional y se incluyó como tercer cultivo el sorgo, que es más resistente a la sequía y se comercializa en el mercado local reduciendo la exposición al mercado internacional. Los rendimientos esperados son alentadores, ya que según informa el operador los cultivos muestran un buen desarrollo vegetativo. El ingreso a percibir por parte del fideicomiso se calcula que será del 23% de la producción estimándose en principio en unos 2,9 millones de dólares. Por su parte, las rentas por las áreas ganaderas y forestales ascenderían este año a unos 1,3 millones de dólares.
- A diciembre de 2024 se presenta una nueva tasación de los 6 establecimientos del fideicomiso. El monto total de los campos y sus mejoras en riego asciende a los 176,1 millones de dólares, representando ello un aumento de apenas un 0,2% con relación al año anterior. La evolución del precio de la tierra y mejoras de los campos del Fideicomiso ha venido aumentando en un 4,3% acumulativo anual, que si bien es menor al valor previsto en el prospecto original, es mayor al verificado para el valor medio de la tierra en país, durante el período transcurrido desde la compra y hasta el presente (3,1%).
- 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.

- 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. Por otra parte, no se puede descartar un incremento de la volatilidad de los precios y el comercio como consecuencia de un recrudescimiento de las políticas proteccionistas.
- 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 dólares corrientes.
- 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 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 fueron:

- 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 31/12/2024	
	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. A diciembre de 2024 se llevan distribuidos un total de 10,7 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 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 se ha decidido no asumir endeudamiento.

Hechos salientes del período

- En la zafra de invierno 24/25, el operador plantó 111 hás de cebada y 337 hás de colza. Los rendimientos obtenidos estuvieron en línea con lo presupuestado, pero los ingresos logrados estuvieron por debajo. A pesar de que aproximadamente el 90% de la cosecha de cebada tuvo calidad industrial y se comercializó a precios superiores a la cebada forrajera, el cultivo no dejó margen positivo. La colza, si generó márgenes positivos, unos 27.500 dólares que responden al 50% del margen del cultivo, en base a lo que se acordó para esa zafra.

Cuadro 2: Área de cultivos de invierno y rendimientos esperados de la zafra 24/25

Cultivo	Hás	Rendimiento tt/ha	Producción Toneladas	Renta Agrícola Estimada USD
Cebada	111	4,53	503	-
Colza	337	2,07	696	27.563
TOTAL	448		1.199	27.563

Fuente: El operador

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

- Para la actual zafra de verano (24/25) el operador sembró en total unas 8.111 hectáreas, aproximadamente una cifra muy similar a la de los años interiores. Las lluvias tardías del 2024 permitieron llenar las represas y así poder afrontar la nueva campaña con la capacidad de sembrar más maíz, un cultivo con mayor demanda de agua y que se espera que brinde mejores rendimientos. Adicionalmente, la llamada "segunda posición de pivote", que generalmente se siembra con soja, también se plantó con sorgo y maíz tardío.
- Para la campaña 24/25, se incorporaron a la producción agrícola bajo la explotación de Bearing Agro las áreas bajo riego de los campos de Santa Emilia y Daca, luego de finalizadas las obras y la puesta en marcha de los equipos de riego.
- Atendiendo a las dificultades del mercado internacional y los bajos precios de la soja se decidió una reducción significativa del área de siembra de soja para la temporada a favor de más maíz y la inclusión del sorgo, un grano que se comercializa en el mercado interno y es muy resistente a la sequía.
- En el cuadro siguiente se presenta una proyección de los resultados esperados para los cultivos de verano y los ingresos esperados por el Fideicomiso.

Cuadro 3: Área de cultivos de verano y rendimientos esperados para la zafra 24/25

Cultivo	Hás	Rendimiento tt/ha	Producción Toneladas	Renta Agrícola USD
Soja	2.462	2,61	6.420	509.977
Maiz	4.614	9,31	42.977	2.174.636
Sorgo	1.035	4,57	4725	191.268
TOTAL	8.111		54.122	2.875.881

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.

- El operador informa que los cultivos muestran buenas condiciones de desarrollo y que las primeras cosechas de maíz lograron resultados superiores a lo presupuestado.
- 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 1,4 millones de dólares.
- 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 24/25 alcanzarían a 3,88 millones de dólares. Esto estaría determinando un caprate de 2,7% considerando el precio de compra de la tierra más la inversión en riego.
- En el mes de setiembre de 2024 se aprobó una nueva (la tercera) distribución de utilidades, en este caso por USD 2.6 millones, haciendo un total acumulado a diciembre de 2024 de USD 10.7 millones.
- Se presentó a diciembre de 2024 una nueva tasación de los campos y mejoras del Fideicomiso, mostrando un aumento de apenas un 0,2% respecto del año anterior. El valor de los campos y mejoras, según esta última tasación, era de 176,1 millones de dólares, y se mantiene por encima de la emisión.

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 segundo semestre de 2024
- Informes del Fiduciario y del Comité de Vigilancia.
- Estados Contables intermedios del Fiduciario al 30/06/2024.
- Estados Contables del Fideicomiso al 31/12/2024⁴.
- Estados Contables al 30/6/2024 de Bearing Agro.
- Flujo de fondos ajustado a diciembre 2024.
- Tasaciones de los campos y mejoras a diciembre de 2024.

⁴. Versión preliminar

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
Fiduciaria:	TMF Uruguay AFISA
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:	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, dado el tiempo transcurrido sin conflictos, 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 del Fideicomiso al 31/12/2024 y su comparativo con periodos anteriores.

Cuadro 6: E. Situación Fideicomiso (miles de USD)

Concepto	31/12/2024	31/12/2023	31/12/2022
Activo	182.535	181.992	155.317
Activo Corriente	4.952	6.462	5.301
Activo no Corriente	177.583	175.530	150.016
Pasivo	7.567	4.222	2.289
Pasivo Corriente	3.126	2.878	2.289
Pasivo no Corriente	4.441	1.344	-
Patrimonio	174.968	177.770	153.028
Pasivo y Patrimonio	182.535	181.992	155.316
Razón Corriente	1,58	2,25	2,32

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Se observa en el cuadro precedente que el patrimonio contable, aunque menor al del ejercicio pasado, supera, en términos nominales, el valor de las emisiones recibidas. A diferencia del año 2023, la diferencia de valor por las nuevas tasaciones practicadas es muy menor.

El valor total de las propiedades de inversión a diciembre 2024 era de unos USD 176 millones, de los cuales USD 145.8 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	31/12/2024	31/12/2023	31/12/2022
Ingresos operativos	4.253	3.906	5.512
Res Valuación Inmuebles	232	27.065	2.760
Resultados diversos	147		
Gastos de Administración	(1.415)	(1.591)	(888)
Resultado Operativo	3.216	29.381	7.383
Resultados financieros	(289)	64	174
Resultados antes de IRAE	2.927	29.445	7.557
IRAE	(3.129)	(3.591)	3.673
Resultado del periodo	(202)	25.854	11.230
Otros resultados integrales	-	-	-
Resultado integral del periodo	(201)	25.854	11.230

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Puede observarse que el resultado final del último ejercicio es negativo. Incide en este resultado una diferencia importante en las tasaciones de tierra respecto al ejercicio anterior. Esto se analiza con mayor detalle en otra sección de este informe.

En setiembre de 2024, y a pedido de los beneficiarios, se aprobó la tercera distribución de utilidades, en este caso por USD 2.6 millones, haciendo un total acumulado a la fecha de USD 10.7 millones.

4. Riesgos considerados:

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

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 e inversiones en riego ya ha finalizado, 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 31 de diciembre de 2024			
	Area (has)	USD Totales	USD/ha	Area (has)	USD Totales	USD/ha
Agricultura	11.747	4.598.864	391	8.197	2.443.519	298
Ganadería	3.433	328.582	96	4.473	573.888	128
Forestación	1.718	438.555	255	4.027	803.206	199
Otros	3.181	-	-	2.319	54.804	24
TOTAL	20.079	5.366.001	267	19.016	3.875.417	204

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 los últimos años los menores precios de los granos también inciden en un menores rentas derivadas de la explotación agrícola.

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.

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 diciembre 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 31 de diciembre de 2024.
- 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 9,3% en su escenario base (30 % de aumento en el precio de la tierra + riego por única vez, 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 histórica⁵ (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 en 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 consultadas⁶. 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 de los ingresos por los contratos de aparcería del fideicomiso podrían llegar a verse incrementados, tal vez entre un 2 y un 3%.

⁵. Actualmente la inflación americana sigue levemente por encima de ese valor, pero el objetivo es llevarla a la histórica.

⁶. FAO-OCDE, USDA y Banco Mundial, Ver Capítulo V.

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 hasta 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 regadas⁷. 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%	3,2%	3,4%	3,5%	3,6%
2,0%	4,9%	5,1%	5,2%	5,3%
3,0%	5,8%	5,9%	6,0%	6,1%
4,0%	6,6%	6,7%	6,8%	6,8%
5,5%	7,8%	7,9%	8,0%	8,1%

Fuente: CARE en base al Modelo financiero

Se observa que en el escenario más desfavorable, (con una valorización nula en los precios de la tierra y de los granos), la TIR del inversor se situaría en 3,2%. 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

⁷ . Land Values 2023 Summary, Agosto de 2024, USDA

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 en el entorno de 6,7%.

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 anterior.

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 2024)⁸; 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

TIR Esperada	Precio de compra. tierra+inv Riego (USD/ha)	Precio promedio a dic. 2024 (USD/ha)	Precio Final al 2033 (USD/ha)	Tasa anual de aumento de precio de la tierra (2019-2024)	Tasa anual de aumento de precio de la tierra (2024-33)
9,3%	7.518	9.259	19.639	4,3%	8,7%
6,7%	7.518	9.259	13.784	4,3%	4,5%
6,0%	7.518	9.259	12.155	4,3%	3,1%

Fuente: CARE en base a informes de Tasaciones

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 4,3%, considerando los valores registrados en la tasación 2024. Para alcanzar la TIR del 9,3% (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 8,7%, que resultaría relativamente elevada, resultando un precio final de venta de casi 20.000 dólares la hectárea. Por otra parte, para alcanzar

⁸. 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.

una TIR del 6,7% (tasa de aumento del 4% en todo el período), el precio de la tierra debería crecer durante los próximos 9 años a una tasa del 4,5% anual, lo que resultaría en principio más alcanzable, en un valor de venta final de casi 14.000 dólares. Para alcanzar una TIR del 6,0%, debería crecer un 3,1%, siendo su valor final poco más de 12.000 dólares la hectárea.

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)⁹, 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"¹⁰ 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 menor 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 110¹¹ puntos básicos y para la prima de riesgo del mercado accionario se consideró 4,51%.

Aplicando estos valores se llega a una tasa de retorno esperada para el capital propio del 5,25%. Este valor es inferior a la TIR esperada del inversor para el escenario que considera los criterios de CARE (6,7%), 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 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 Uruguay¹². En la actualidad la curva en dólares (CUD) a 10 años está en 5,21%. 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.

4. Tasaciones de los campos

Se presenta en esta oportunidad una nueva tasación de las tierras y mejoras de los establecimientos del fideicomiso a diciembre de 2024. Los resultados se presentan en el siguiente cuadro.

⁹. 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

¹⁰. Valor proporcionado por Damodaran.

¹¹. Refiere a un promedio de 5 años, hoy el riesgo país varía en el entorno de 80 puntos básicos.

¹². Curva Spot de Rendimientos de Títulos Soberanos Uruguayos emitidos en moneda nacional indexada a la inflación o en dólares, según sea el caso

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

Establecimiento	Superficie	Dólares por hectárea		Variación
		2023	2024	2024/2023
Predio 1	1.230	11.977	11.925	-0,4%
Predio 2	3.535	12.116	11.894	-1,8%
Predio 3	3.836	5.763	5.675	-1,5%
Predio 4	4.113	6.929	7.195	3,8%
Predio 5	4.594	9.971	10.042	0,7%
Predio 6	1.714	12.671	12.752	0,6%
Promedio	19.016	9.239	9.259	0,2%

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

Se observa que para el conjunto de los establecimientos el valor de las tierras y mejoras se mantiene prácticamente igual al del año anterior, aunque individualmente hay algunos cambios, en algunos casos pequeños aumentos y en otros pequeñas reducciones.

Cuadro 12 Tasación de los campos y sus mejoras en riego año 2024 (en dólares) y su variación con 2023

Establecimiento	Tierra		Mejoras en riego		TOTAL	
	Valor	Variación 2024/2023	Mejoras en riego	Variación 2024/2023	VALOR	Variación 2024/2023
Número 1	12.072.450	0,2%	2.595.373	-3,1%	14.667.823	-0,4%
Número 2	34.305.430	0,1%	7.739.303	-9,6%	42.044.733	-1,8%
Número 3	19.947.200	4,0%	1.823.439	-2,1%	21.770.639	-1,5%
Número 4	25.874.100	5,0%	3.717.157	-3,6%	29.591.257	3,8%
Número 5	37.727.456	7,5%	8.407.729	-6,4%	46.135.185	0,7%
Número 6	17.624.300	2,5%	4.232.637	-6,6%	21.856.937	0,6%
TOTAL	147.550.936	3,6%	28.515.638	-6,4%	176.066.574	0,2%

Fuente: CARE en base a informes de Tasaciones

Nota: los montes forestales están valuados en USD 1.359.916, que no está considerado en el cuadro

Del análisis de las tasaciones surge que el valor de la tierra tiene un aumento promedio de un 3,6%, mientras que las mejoras en riego caen en un 6,4%, seguramente como consecuencia de que buena parte de las inversiones se van amortizando.

El valor total de los campos (incluyendo las inversiones en riego), asciende a 176,1 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 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.

Respecto de políticas públicas, al menos en lo que refiere a las nacionales, no se prevé por el momento un riesgo que pueda 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

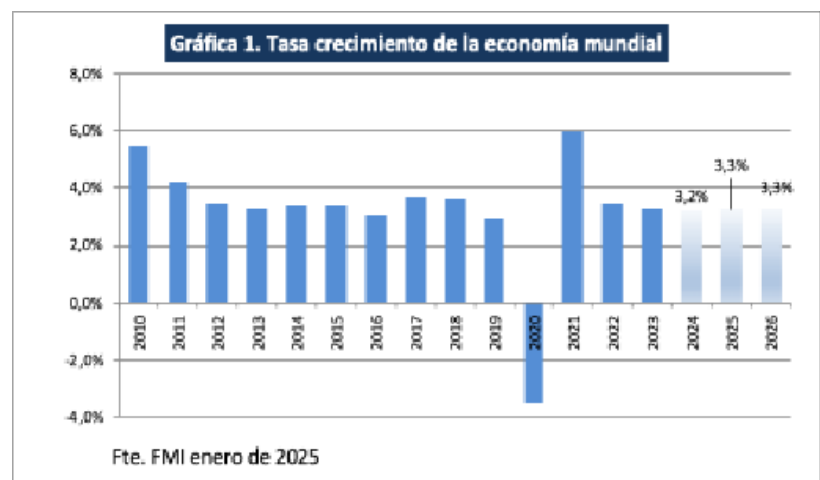
El comportamiento esperado de los precios de los productos agrícolas afecta el resultado de la inversión, aunque en menor proporción que los precios de la tierra. La trayectoria de mediano y largo plazo de los precios afecta aproximadamente el 24% de los retornos de la inversión. Algunos aspectos vinculados 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.

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.

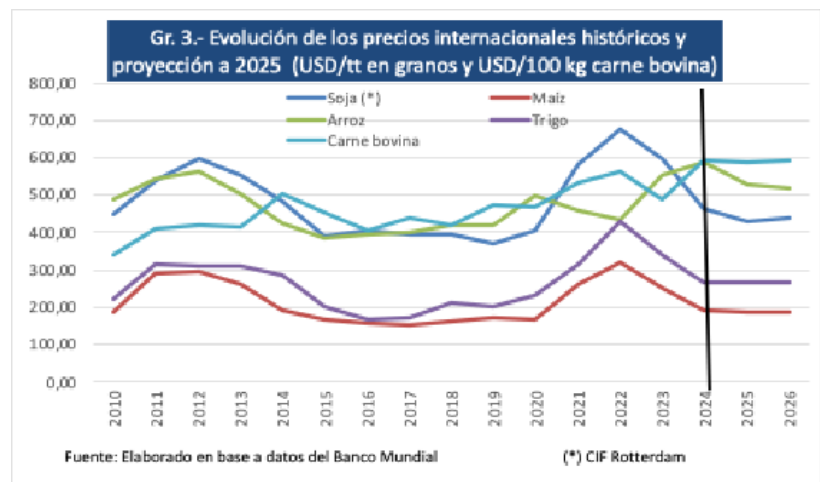
Por su parte, el índice de precios de los cereales de la FAO registró en enero de 2025 un promedio de 111,7 puntos, esto un 6,9% menos que en enero 2024 y 35,6% menos que el récord histórico (mayo 2022). Los precios del trigo para la exportación registraron una caída muy ligera en enero, con pocos movimientos 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 Mundial¹³ 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.



¹³ Banco Mundial-Commodity Prices (octubre 2024) y Banco Mundial Commodity Price Data (febrero 2025).

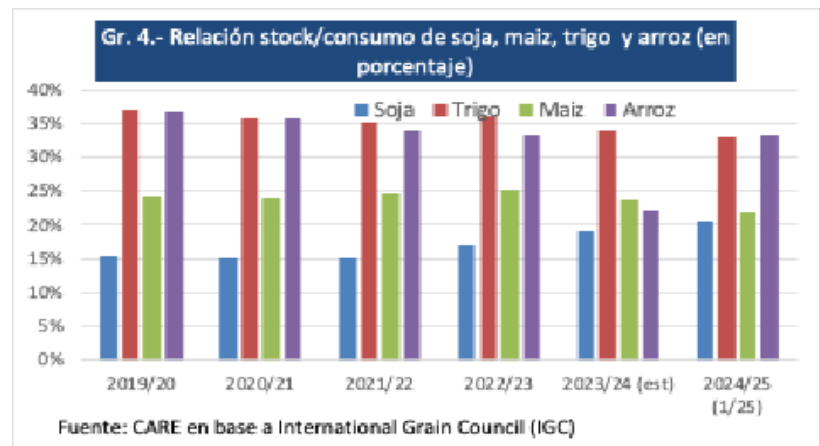
El análisis de las existencias de grano a través del ratio stocks/consumo, resulta en insumo relevante a los efectos de prever en posible comportamiento de los precios en el corto plazo.

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 del trigo se prevé que la producción mundial se eleve en 2025/26 a una cifra sin precedentes de 805 millones de toneladas, pero se espera el incremento previsto del consumo podría provocar una nueva disminución de las existencias al cierre, contribuyendo también a mejorar los valores.

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 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

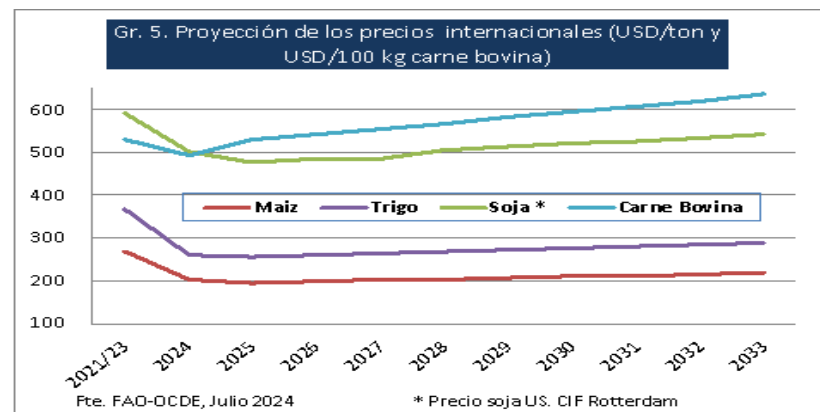
CARE consultó diversas fuentes de información¹⁴, y todas ellas coinciden en que los factores que explicaron la recuperación coyuntural de los valores hasta mediados de 2022, ya no están operando y los precios internacionales reales de los principales productos agrícolas reanudarán previsiblemente su 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.**

¹⁴. 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.

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.
- 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 2025 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 13. 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

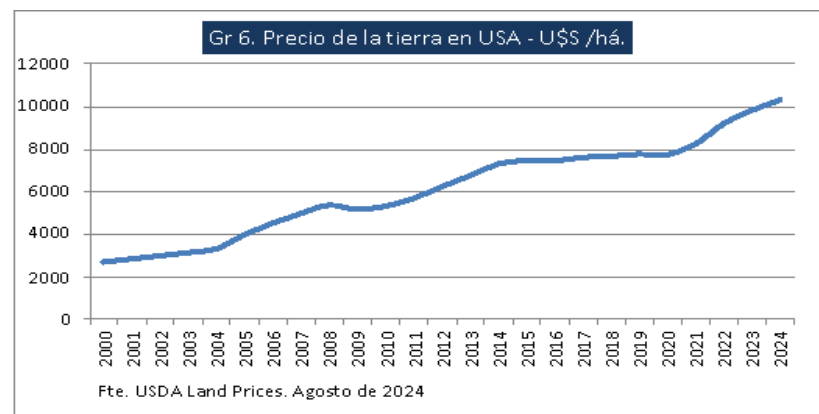
y sostenible del recurso suelo. Esto no implica que puedan existir variaciones de corto plazo que la aparten de esa tendencia, como consecuencia de la evolución de diversas variables que puedan afectar los precios nominales de la tierra, como por ejemplo: las tasas de interés, la devaluación de las monedas, 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 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 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.

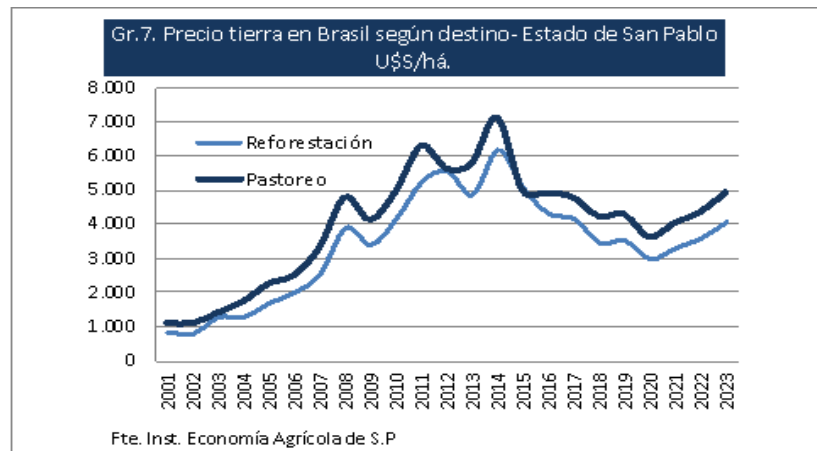
Cuadro 14. Precio de la tierra regada y no regada en el Corn Belt de EEUU (USD/ha)

	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 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.

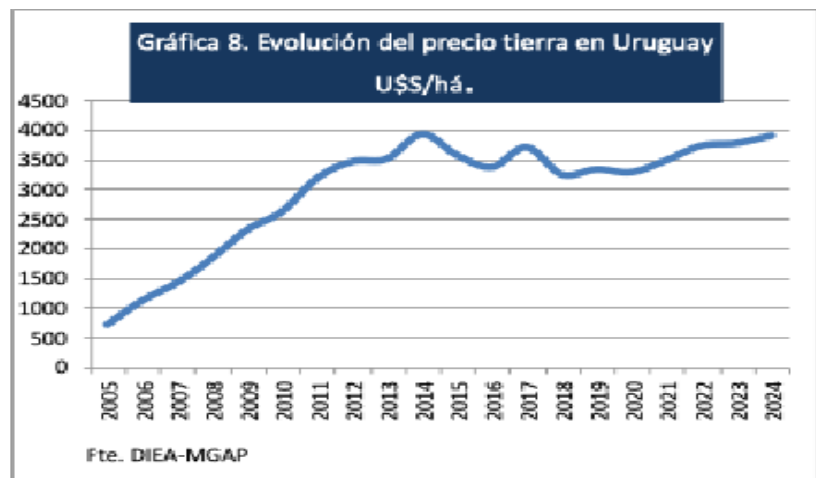
Sobre la base de algunos trabajos técnicos a los cuales CARE tuvo acceso, en un período de 55 años (1956 a 2011) el precio de la tierra agrícola (de muy buena calidad) en Argentina, aumentó a un ritmo promedio de 3,5% acumulativo anual en términos reales.

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 Cámara¹⁵, 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.

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%¹⁶. 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%).



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. Primer semestre compraventas año 2024", DIEA-MGAP. 15 de octubre de 2024.

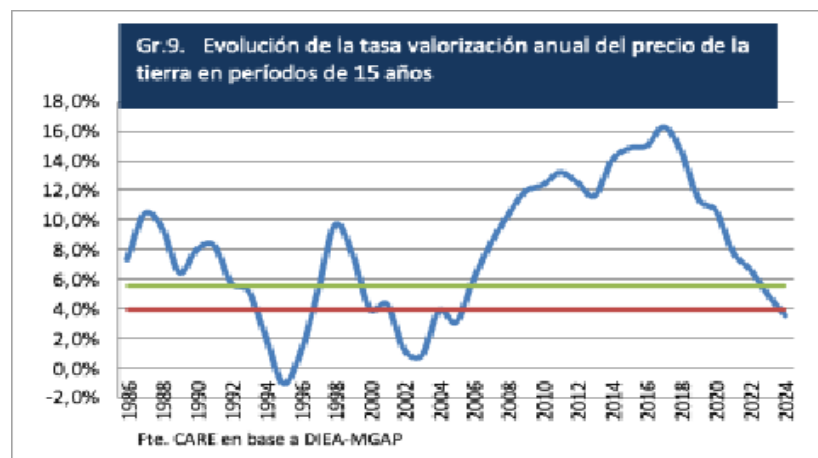
Existen otras fuentes de información realizadas por consultoras y operadores del mercado¹⁷, que utilizando diferentes criterios de tasación estiman valores de campos de características similares y teniendo en cuenta los diferentes destinos productivos. Las metodologías más utilizadas son: la comparación 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 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 (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 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 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 ocurrió en 2024, para 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.



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)

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.*

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 Tamber

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.**