CARE
CALIFICADORA DE RIESGO

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

Montevideo, octubre de 2026

Juncal 1437 of 106 / Tel (598) 2914 8866
Montevideo / Uruguay
www.care.com.uy / care@care.com.uy

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

Actualización de la Calificación del Fideicomiso Financiero Fondo de Tierras
15 - octubre - 2026

Fiduciario:	Winterbotham Fiduciaria SA Administradora de Fondos de Inversión.
Operador Administrador y Organizador:	Farm & Forestry Managment Services SRL (FMS)
Agente de Registro y Pago:	Winterbotham Fiduciaria SA Administradora de Fondos de Inversión.
Entidad Representante:	Bolsa Electrónica de Valores Sociedad Anónima
Títulos emitidos:	Certificados de participación
Moneda:	Dólares americanos
Importe de la emisión:	USD 52.010.000
Fecha de la emisión:	24 de abril 2013
Plazo original:	12 años.
Distribuciones:	Anuales según resultados de ingresos por arrendamiento neto de costos y previsiones
Activos del Fideicomiso:	Inmuebles rurales con destino a arrendamiento y explotación, contratos de arrendamiento, pastoreo, entre otros.
Vigencia:	30 de abril de 2027
Calificación de Riesgo:	B. uy[1]
Manual Utilizado:	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por terceros[2]

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

[2]. Disponible en www.care.com.uy

Resumen General

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

Transcurrido el plazo original, la gestión del fideicomiso ha mantenido durante prácticamente todo el período dificultades para la concreción del plan de negocios y en consecuencia se han ido erosionando las estimaciones de los resultados. El valor actual de los campos, según la tasación a diciembre de de 2025, se mantiene en conjunto por debajo de la emisión y también por debajo del valor de compra. Los ingresos por arrendamientos obtenidos históricamente no han logrado generar excedentes suficientes como para cubrir los costos del fideicomiso y generar saldos para distribuir utilidades a los inversores, por lo que existe una muy alta probabildad de que la TIR para el inversor termine siendo negativa.

En función de estas consideraciones, en la asamblea realizada el 18 de abril de 2024 los beneficiarios resolvieron la liquidación anticipada del Fideicomiso. Luego el 20 de junio de 2025, la Asamblea aprobó el plan de liquidación que establece los lineamientos generales para la enajenación ordenada de los inmuebles que integran el patrimonio del Fideicomiso, estableciéndose un plazo inicial estimado de hasta tres años para la liquidación de los activos.
Los aspectos salientes de la calificación son:

- Una construcción financiera que desde el punto de vista jurídico ofrecía las garantías necesarias tal como se pudo apreciar en el informe jurídico de la calificación original.

- Una administración del Fideicomiso que ha tenido dificultades para lograr los objetivos esperados.

- El fiduciario y operador se encuentran ejecutando el plan de liquidación del fideicomiso bajo instrucción del beneficiario, poniendo a la venta de forma ordenada los campos con el apoyo de escritorios reconocidos del país, con la intención de extinguir el fideicomiso en un horizonte de dos a tres años. Actualmente hay 4 establecimientos en venta en el mercado y son 6 los escritorios que participan.

- Dado que el fideicomiso se encuentra en proceso de liquidación y se están poniendo a la venta los predios, éste decidió no hacer contratos de arrendamiento de más de un año, y en los campos que tienen contratos vigentes con terminación en estos años, se sigue con los arrendatarios actuales, y con renovaciones anuales en la medida que van venciendo.

- Desde marzo de 2022, el Fideicomiso mantiene la posesión de la quinta citrícola y no se ha podido arrendar. El Operador se encuentra gestionando el mantenimiento y el manejo de los montes lo que resulta muy importante para mantener el valor de los activos. Los ingresos que se han venido obteniendo de la venta de la fruta apenas han alcanzado para cubrir los costos, pero se logra mantener los montos citrícolas en producción, con adecuada sanidad y con valor comercial. En el momento actual, trancurriendo el proceso de extinción, la prioridad es la venta en condiciones favorables para el Fideicomiso, de modo de incrementar el Patrimonio global del Fideicomiso. Como se recordará, el Fideicomiso

originalmente adquirió la tierra unicamente, pero luego al desaparecer la empresa citrícola, quedó en propiedad de los montes, del sistema de riego, etc.

- En junio 2025 se logró el desalojo del arrendatrio del predio San Isidro, cuyo contrato había vencido el 1 de abril 2024, debía un monto importante por rentas y no se había logrado que entregara el campo. Al 30 de junio de 2026 el predio se mantenía libre, no obstante el fiduciario y el operador informan que durante el tercer trimestre del año se avanzó en la concreción de un contrato de pastoreo. Los restantes predios del Fideicomiso se encuentran arrendados.

- El caprate del Fideicomiso ha mejorado levemente en los últimos años, para ubicarse en el entorno del 2,3%, pero sigue estando por debajo de los estándares del sector (superior al 3%), y ese nivel de ingresos no genera dividendos suficientes como para distribuir entre sus beneficiarios.

- Se presentó a diciembre de 2025 la tasación anual de los campos del fideicomiso, mostrando para toda la cartera de campos prácticamente un mantenimiento de los valores respecto de la anterior tasación (-0,1%). y de esta forma, el valor de los campos a diciembre de 2025, en conjunto se mantendría un 6,2% por debajo del valor de compra y un 13,1% por debajo de la emisión.

- Los precios de la mayor parte de los productos agropecuarios, han mostrado en el pasado una tendencia al crecimiento en términos reales como consecuencia de una demanda creciente y de un comercio internacional que también crece. No obstante, las proyecciones realizadas por diferentes organismos para los próximos 10 años indican que los precios internacionales nominales probablemente se verán incrementados, pero en un guarismo menor a la pérdida del valor de la moneda, por lo que disminuirían ligeramente en términos reales a lo largo de los próximos 10 años. Más allá de este comportamiento, el mercado se seguirá caracterizando por mostrar una alta volatilidad, con precios muy dependientes de los vaivenes de la oferta y demanda, el clima, la política comercial y la economía mundial.

- 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 cinco años de aumentos sostenidos. El precio promedio de la tierra reportado por DIEA-MGAP para el 2025, en términos nominales, supera en un 6,2% el récord de 2014. Este Fideicomiso adquirió los establecimientos durante el pico máximo de precios y la valuación de los campos desde su compra hasta fines de 2025 se ha comportado de forma similar al promedio del mercado.

- 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 Fondo de Tierras Uruguay". Con fecha 24 de abril de 2013 se llevó a cabo la licitación para la colocación de los Certificados de Participación inscriptos en el Registro de Mercado de Valores; la que alcanzó la suma de USD 52.010.000.

La calificación de riesgo supone la expresión de un punto de vista especializado por parte de una empresa autorizada a ese propósito por el Banco Central del Uruguay (BCU), que realiza la supervisión y control del sistema financiero, así como de las calificadoras de riesgo. La nota obtenida no representa no obstante una recomendación o una garantía de CARE para futuros inversores, y por tanto la calificación debe considerarse a los efectos de cualquier decisión como un punto de vista a considerar entre otros. CARE no audita ni verifica la exactitud de la información presentada, la que sin embargo procede de fuentes confiables a su juicio[3] .

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

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

2. Antecedentes generales y hechos salientes del período

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

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

a. Antecedentes generales

- En abril de 2015, se completó el proceso de compra de campos alcanzando a las 13.492 hectáreas. Dicho proceso fue realizado conforme a lo proyectado en el modelo de negocios del Prospecto de Emisión y su posterior modificación de 2013.

- El precio medio logrado en las transacciones fue de 3.572 dólares por hectárea; valor inferior al proyectado en el modelo de negocios, que era de 3.690 dólares.

- Se han constatado desde el inicio dificultades en la implementación del plan de negocios en lo que refiere a la concreción de arrendamientos, particularmente hasta mediados de 2020, así como al cobro de los mismos durante todo el período.

- A los efectos de monitorear el punto anterior, CARE contrató oportunamente un estudio de relevamiento de suelos con el fin de caracterizar los predios según aptitudes productivas y a partir de ellas estimar ingresos mínimos de arrendamiento.

- Se han dado ciertos diferendos entre los actores de la gobernanza del Fideicomiso.

- El Comité de Vigilancia entiende que a su criterio el caprate mínimo al cual debería aspirarse es de 2,5 %, el cual no ha sido alcanzando, guarismo que en términos generales es compartido por CARE, como se verá más adelante.

- Sobre fines de 2017 se firmaron contratos para el inicio de la explotación agrícola en los campos del norte, por un total de 2.180 hectáreas en los tres campos. La experiencia no fue buena por problemas climáticos y de arrendatarios, el fideicomiso no logró hacerse de las rentas.

- Se llegó a un acuerdo respecto del diferendo existente con la compra del predio de San Isidro. De esta forma se liberó el depósito de parte del precio y se firmó el acuerdo con el vendedor. Esto implicó un ingreso adicional para el Fideicomiso de aproximadamente 800 mil dólares, y el compromiso del operador de gestionar ante la Dirección General Forestal una autorización de desmonte de un mínimo de 356 hectáreas; solicitud que fue denegada por la DGF.

- En 2019 se firmó un contrato de arrendamiento a 8 años en uno de los predios de Artigas (La Arrocera), por el 100% del campo para realizar una explotación agrícola-ganadera (921 hectáreas). El 13 de noviembre de 2019 se firmó con el mismo arrendatario un contrato de arrendamiento por 652,5 hectáreas del campo San Juan, con destino a la actividad ganadera. El campo San Juan es lindero a La Arrocera, el cual ya se encontraba arrendado a la misma persona, por lo que mediante este contrato se amplió el área tomada en iguales condiciones y con igual garantía. La firma de este contrato implicó arrendar el campo en su totalidad, lo cual no había sido posible hasta el momento.

- El 30 de abril de 2019 se firmó un contrato de arrendamiento por el 100% del campo de Lavalleja, por un plazo de 5 años. Se generaron algunos problemas con atrasos en el pago de las rentas, que finamente se compensaron con el reconocimiento de inversiones que realizó el arrendatario.

- En junio de 2020 se firmó contrato de arrendamiento a 4 años por 1.675 hectáreas en el predio de Artigas que aún no estaba totalmente arrendado, alcanzándose de esta forma el arrendamiento de la totalidad de los tres predios de ese departamento.

- Con fecha 29 de julio de 2020, se suscribió contrato de arrendamiento a 4 años por el área principal de La Española (4.300 hás aproximadamente), y de esta manera el fideicomiso pasó finalmente a tener -en ese momento- el 100% del área arrendada.

- Sobre fines de mayo de 2020 la DINAMA notificó la Autorización Ambiental Previa habilitando la plantación forestal en el predio de La Española por un total de 173 hectáreas superficie menor a lo solicitado (313 has).

- En febrero de 2019 la empresa Citrícola Salteña SA entró en concurso de acreedores. Esta situación determinó que a partir de esa fecha se dejara de cobrar el arrendamiento de uno de los predios del fideicomiso arrendado a esa empresa (una quinta de citrus). El 8 de junio de 2021, se hizo lugar a la recisión judicial del contrato de arrendamiento, y finalmente el 22 de marzo de 2022 el Fideicomiso recibió el campo nuevamente.

- En marzo de 2022 la empresa Citrícola Salteña fue vendida a Frutura y en consecuencia el contrato de arrendamiento y la promesa de venta futura que tenía la empresa con el Fideicomiso cayeron. La deuda pre concursal que mantenía Citrícola Salteña con el Fideicomiso era de aproximadamente USD 150.000, y la post concursal de aproximadamente USD 700.000; la primera no se cobró, mientras que de la segunda se cobraron finalmente 157.000 dólares en 2023. El campo se encuentra actualmente (desde el 30/3/22) en posesión del Fideicomiso, gestionado por el Operador y está en la búsqueda de un nuevo arrendatario o la venta.

- En la medida en que el campo fue adquirido con una promesa de venta futura, y que el precio que pagó el Fideicomiso contemplaba solo el valor de la tierra (y no de los montes citrícolas o infraestructura), cuando cae la promesa de venta futura y Citrícola Salteña es liquidada, el Fideicomiso pasó a tener el control de todo el inmueble (incluidos los montes citrícolas y toda la infraestructura sobre éste). Esto podría representar un incremento patrimonial significativo para el Fideicomiso, siempre y cuando se logre una venta futura a una empresa del rubro. Por el momento esto no ha ocurrido y no parece sencillo. Para mantener ese potencial aumento patrimonial es muy importante hacer un mantenimiento de los montes, proteger la sanidad y mantener la producción de fruta, lo que se está haciendo

- En la actualización de marzo de 2023 CARE ajustó la nota a BB-.uy.

- En mayo de 2023 el arrendatario del predio La Española comunicó su intención de rescindir el contrato, aduciendo problemas sanitarios (brucelosis), climáticos (sequia) y financieros. En setiembre de 2023 se firmó un contrato de arrendamiento con el nuevo arrendatario por un plazo de 1 año. El predio de La Española representa el 39% de la superficie del Fideicomiso y el 30% aproximadamente de los ingresos totales.

- El 17 de noviembre de 2023 se realizó una Asamblea de Beneficiarios a los efectos de acordar ciertas modificaciones al contrato de fideicomiso atendiendo a la necesidad de regular correctamente el proceso liquidatario del mismo previsto para los próximos años. Se firmó la modificación con fecha 19 de enero de 2024.

- El 18 de abril de 2024 se realizó una asamblea extraordinaria y los beneficiarios resolvieron decretar la liquidación anticipada del Fideicomiso. Tal circunstancia fue informada como hecho relevante al mercado y fueron remitidos al Banco Central del Uruguay el testimonio de acta de la asamblea junto con el plan de liquidación y un balance especial con informe de compilación a fecha de la asamblea. En julio 2024 el Banco Central del Uruguay solicitó algunas aclaraciones al plan de liquidación, las que fueron contestadas por el Fiduciario y aprobadas por el BCU.

- En principio el plan de liquidación establece los criterios de venta y los posibles plazos, así como la intervención del Fiduciario, el Comité de Vigilancia y la Asamblea de Beneficiarios. El plan de liquidación definido, supone un plazo de venta de hasta tres años, la utilización de las tasaciones como referencia, la contratacion de escritorios rurales, el mantenimiento de los campos arrendados, entre otras consideraciones. En octubre 2024, el Fideicomiso firmó contratos con tres escritorios rurales para comenzar el ofrecimiento al mercado de los predios Sopas y el Ombú. Sobre fines de 2025 el Fideicomiso puso a la venta los predios de Quinta 28 y San Isidro.

- El 30 de abril de 2024 venció el contrato del predio Sopas, se cancelaron las deudas y se entregó el campo. En el mes de julio ingresó un nuevo arrendatario al predio, con un contrato a un año, que pagará una renta igual a la anterior (87 USD/ha).

- En 2024 el arrendatario de dos superficies menores en los establecimientos San Juan y San Tomás entregó los campos, los que fueron tomados por los arrandatarios que explotaban el resto de la superficie.

- El 24 de junio 2025 se realizó finalmente el desalojo del arrendatrio del predio San Isidro, cuyo contrato había vencido el 1 de abril 2024 y no había accedido a entregar el campo. El arrendatario mantiene una deuda de aproximadamente 180.000 dólares y se está gestionando su cobro a través de un juicio ejecutivo. El operador se encuentra en la búsqueda de interesados por arrendar ese campo.

- En abril de 2026, CARE ajustó la nota a B.uy, luego de que a dos años de decidida la liquidación del Fideicomiso, no se observaran avances concretos.

- Considerando el proceso de venta y la liquidación del fideicomiso, se decidió no hacer contratos de arrendamiento de más de un año. Asimismo, en los campos con contratos vigentes con terminación en estos años, se sigue con los arrendatarios actuales.

- Al 31 de diciembre de 2025 se presentó la tasación anual de los campos del fideicomiso por parte de la consultora CONSUR, estimándose un valor promedio de 3.351 USD/ha, lo que representó prácticamente un mantenimiento respecto del año anterior (-0,1%). El valor actual promedio de la hectárea del fideicomiso acumula un descenso del valor con respecto a su valor de compra de un 6,2%. (equivale a USD 2.986.524).

b. Hechos salientes del período

- Durante el primer semestre de 2026 los campos se mantuvieron arrendados en su totalidad con excepción de San Isidro -que está libre desde junio 2025- y la Quinta 28 que se encuentra bajo explotación del Fideicomiso.

- Al inicio del segundo semestre dos contratos terminaron y se renovaron por un año, tomando el cuenta la decisión del beneficiario de no hacer contratos más largos. También el operador avanzó en la realización de un contrato de pastoreo en el predio de San Isidro el cual fue aceptado por el beneficiario, motivo por el cual muy probablemente se concrete durante el segundo semestre del año. La introducción de animales en el predio no solamente es importate por la generación de ingresos para el Fideicomisos sino que también es positivo para que el campo se vea en explotación para mostrarlo a potenciales compradores.

- El asesor legal del Fideicomiso, está avanzando en las gestiones judiciales tendientes al cobro de los adeudos por los arrendamientos impagos del anterior arrendatario de San Isidro, mediante la ejecución del contrato de prenda, estando a la espera de que se efectivice el embargo específico de semovientes y siga avanzando sobre la averiguación de existencia de otros bienes.

- Se firmó el contrato de compraventa de fruta con la misma empresa que en el año anterior y en condiciones similares, por la totalidad de las mandarinas Clemenules y Orri, y las naranjas Navel. Entre el 2 y el 21 de mayo se cosecharon las Clemenule y entre el 15 de junio y el 08 de julio la Navel. Ambas variedades tuvieron rendimientos inferiores a los proyectados: 371 tons de Clemenule y 240 tons de Navel (se esperaban 600 tt de c/u). Los porcentajes de exportación de las clemenules fue muy bueno (79%). Posteriormente se cosecharon las Orri y la estimación primaria es de unas mil toneladas de fruta.

- Se sigue con la venta de madera de la quinta de citrus, pero a menor ritmo ya que se está terminando la disponibilidad. Hasta el momento se han vendido unas 19.500 toneladas de madera con un ingreso bruto de unos 238 mil dólares.

- En el período enero a junio 2026 se observa una disminución de los ingresos en un 10%. Hubo mayores ingresos que los presupuestados en La Arrocera y Quinta 28, y menores ingresos que los presupuestados en San Juan, Sopas y San Isidro. Este último es el que explica mayormente. (Se presupuestó un ingreso de USD 528.133 y se obtuvo un ingreso de USD 474.366).

- En el mismo período se observa un incremento de los gastos totales del 17%., explicado en gran parte por los costos de la quinta de citrus que no estaban presupuestados ya que estaba previsto su arrendamiento. (USD 551.777 vs 647.868).

- La caída en los ingresos y el incremento de los costos proyectados, llevó a un menor resultado que el presupuestado (se esperaba un saldo negativo de USD 23.644 y se obtuvo un saldo negativo de USD 173.502).

- Durante el período analizado se mantuvieron cuatro campos en venta, estando involcrados seis escritorios[4] .

3. Información analizada

La información analizada fue la siguiente:

- Estados Contables intermedios del Fiduciario al 30/06/2026.
- Estados Contables intermedios del Fideicomiso al 30/06/2026.
- Estados Contables del Operador al 31 de diciembre de 2025, con informe de compilación.
- Informes de Winterbotham Fiduciaria S.A. el último al segundo trimestre de 2026.
- Informes de actividades del operador, el último al segundo trimestre de 2026.
- Informe del Comité de Vigilancia No. 56, al 21 de mayo 2026.
- Información de carácter general y sectorial, de fuentes nacionales e internacionales, citadas en la realización de las Secciones IV y V, como notas al pie.

4. El asking price de los campos que se ofrecen en venta lo define el comité de vigilancia en coordinación con el beneficiario.

II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

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

1. Descripción general

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

2. El análisis jurídico

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

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

3. Riesgos considerados

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

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

III. LA ADMINISTRACIÓN

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

1. La Fiduciaria

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

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

En esta oportunidad, la fiduciaria presenta EE.CC intermedios al 30/06/2026. En primer término, el estado de situación patrimonial a esa fecha.

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

Concepto	30/6/2026	31/12/2025	31/12/2024
Activo	**100.443**	**93.323**	**115.477**
Activo Corriente	25.359	19.973	34.640
Activo no Corriente	75.084	73.350	80.837
Pasivo	**49.193**	**46.049**	**55.255**
Pasivo Corriente	6.012	4.023	6.163
Pasivo no Corriente	43.182	42.025	49.092
Patrimonio	**51.250**	**47.274**	**60.221**
Total Pasivo y Patrimonio	**100.443**	**93.323**	**115.477**
Razón Corriente	**4,22**	**4,96**	**5,62**

Fuente: EE.CC Winterbotham

En cuanto a los resultados del semestre indicado, se presentan resumidamente en el cuadro siguiente.

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

Concepto	30/6/2026	30/6/2025	31/12/2025
Ingreso de actividades ordinarias	16.390	16.406	32.431
Gastos de Administración	(12.178)	(12.151)	(23.162)
Resultado Operativo	**4.212**	**4.255**	**9.268**
Resultados de inversiones y financiamiento	1.291	(3.410)	(3.052)
Resultados antes de Impuestos	**5.503**	**845**	**6.217**
Impuesto a la Renta	(1.528)	(1.161)	(1.663)
Resultado del Periodo	**3.975**	**(316)**	**4.553**

Fuente: EE.CC Wintherbotham

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

Los resultados del semestre son positivos lo que explica el incremento del patrimonio contable.

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

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

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

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

Desde el punto de vista de la solvencia económica y financiera de FMS CARE ha formado su juicio a partir de los EE.CC presentados regularmente por la firma con informe de auditoría independiente. De acuerdo a los mismos, la firma, luego de una caída en su actividad comentada tiempo atrás, se mantiene estable y nada hace suponer que pueda tener dificultades de este tipo que pongan en riesgo su gestión al frente de este negocio.

En esta ocasión y de acuerdo al último cierre presentado al 31/12/2025 con informe de compilación; no se encuentra ningún motivo para cambiar de opinión en particular dado el momento actual del fideicomiso.

No obstante lo anterior, al entrar esta operación en la etapa de liquidación, se advierten ciertas dificultades para avanzar en dicho proceso

3. El Fideicomiso

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

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

El plazo original era de 12 años desde la fecha de emisión producida el 24/04/2013; con fecha 18/04/2024 en Asamblea Extraordinaria de Titulares de CP´s se resolvió iniciar el proceso de liquidación del Fideicomiso.

En el marco de la resolución de abril de 2024, con fecha 20 de junio de 2025, la Asamblea de Beneficiarios aprobó un plan de liquidación que establece los lineamientos generales para la enajenación ordenada de los inmuebles que integran el patrimonio del Fideicomiso, el cual fue presentado con fecha 23 de junio de 2025 al BCU. Dicho plan prevé un proceso de comercialización progresivo, a través de la participación de distintos agentes del mercado y bajo la coordinación del Fiduciario, priorizando la obtención de las mejores condiciones económicas posibles en función de la situación del mercado. Asimismo, se establece un plazo inicial estimado de hasta tres años para la liquidación de los activos, con posibilidad de ajustes posteriores por decisión de los Beneficiarios en función de la evolución del proceso.

En el cuadro siguiente se muestran los principales conceptos de la situación financiera del Fideicomiso al cierre del primer semestre de 2026 y su comparativo con periodos anteriores.

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

Concepto	30/6/2026	31/12/2025	31/12/2024
Activo	**47.494**	**47.646**	**47.550**
Activo Corriente	2.294	2.446	2.325
Activo no Corriente	45.200	45.200	45.225
Pasivo	**216**	**282**	**236**
Pasivo Corriente	216	282	236
Pasivo no Corriente	-	-	-
Patrimonio	**47.278**	**47.363**	**47.314**
Total Pasivo y Patrimonio	**47.494**	**47.646**	**47.550**
Razón Corriente	**10,62**	**8,67**	**9,85**

Fuente: EE.CC del Fideicomiso

Según el cuadro precedente, el patrimonio contable a la fecha de cierre del semestre informado era de USD 47.3 millones, cifra que sigue siendo inferior, aún en valores nominales, al valor de la emisión recibida de USD 52 millones.

Los resultados parciales al cierre del mismo periodo, se exponen en el cuadro siguiente.

Cuadro 4: Estado de Resultados del Fideicomiso (miles de USD)			
Concepto	**30/6/2026**	**30/6/2025**	**31/12/2025**
Ingresos por actividades ordinarias	435	628	1.223
Costos asociados	(353)	(301)	(560)
Cambio en el valor razonable inversión	-	-	(25)
Resultado Operativo Bruto	**81**	**326**	**638**
Gastos de Administración y otros	(179)	(216)	(637)
Resultado Operativo	**(97)**	**110**	**1**
Ingresos financieros y otros	22	29	56
Costos financieros	(3)	(2)	(4)
Resultados posición monetaria neta	(4)	2	3
Resultados antes impuestos	**(83)**	**138**	**55**
Impuesto a la renta	(3)	(3)	(6)
Resultado del periodo	**(85)**	**135**	**50**
Otros resultados integrales	-	-	-
Resultado Integral del periodo	**(85)**	**135**	**50**

Fuente: EE.CC del Fideicomiso

La descripción y análisis de estos resultados se realizan en otra sección de este informe; del cuadro precedente se observa que los mismos son apenas deficitarios.

Como se ha informado, el Fideicomiso ha iniciado el proceso de liquidación. Pasados casi dos años de esa decisión no se advierten resultados concretos. Como las propiedades siguen generando ingresos por arrendamiento y no hay plazo fijo para la liquidación, los estados financieros comentados fueron elaborados de acuerdo al principio de empresa en marcha. Como se informa líneas arriba, el plazo para la liquidación se ha prorrogado, en principio hasta 2028, pero, en función de cómo evolucione el mercado, puede prorrogarse.

4. Riesgos considerados:

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

Riesgo administración, Las dificultades en la gestión de los arrendamientos, y en la liquidación del Fideicomiso, persisten. *Riesgo medio.*

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. *Riesgo medio.*

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

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

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

1. Bienes fideicomitidos y aspectos descriptivos del proyecto

Según el contrato de Fideicomiso Financiero y el resumen recogido en el prospecto de emisión, el objeto principal del "Fideicomiso Financiero Fondo de Tierras Uruguay" es: (a) la emisión de los Certificados de Participación y su suscripción por parte de los Beneficiarios, (b) la implementación del Proyecto Productivo que consiste en un proyecto de inversión en inmuebles rurales en Uruguay, para el desarrollo de diversas actividades productivas que se llevarían a cabo a través de arrendamientos y la adquisición y/o enajenación de los inmuebles, y (c) la distribución de los fondos resultantes de tal implementación del Proyecto entre los Titulares.

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

2. Gestión de los arrendamientos

Este aspecto ha generado problemas en el funcionamiento del fideicomiso, desde el inicio, debido a las demoras en concretarlos en línea con lo programado en el plan de negocios, tanto en materia de precios como de plazos. Recién en agosto de 2020 el Fideicomiso logró arrendar el 100% de los estabecimientos y las superficies, pero en 2022 uno de los predios vuelve a quedar libre, en 2024 surgen dificultades en otro de los predios que tiene un contrato vencido y queda libre en abril de 2025. El área no arrendada a junio de 2026 sería del 25%, considerando el predio San Isidro y la quinta citrícola, ese porcentaje podría reducirse si se concreta el contrato de pastoreo en San Isidro.

Las mayores dificultades para arrendar, se dieron durante todo el período en los predios de mayor tamaño y en los del norte del país (Artigas y Tacuarembó), que representan más del 91% del área total. Luego de la definitiva salida de ALUR del potencial proyecto por el cual se compraron los campos de Artigas, sobre fines de 2017 se concretaron algunos contratos fallidos para realizar agricultura, y recién terminaron de arrendarse en el 2020.

Desde 2021, una vez que se lograra arrendar la totalidad de los campos propiedad del fideicomiso, el caprate estimado con los ingresos devengados respecto al valor de los establecimientos (en cada año), se ubicó entre 1,7 y 2,4%, mostrando una mejora respecto de los años anteriores en lo que parte del área se encontraba sin arrendar o con ingresos muy bajos. Sin embargo, como se verá, los niveles actuales de caprate no resultan aún en un valor razonable, ya que apenas alcanzarían para cubrir los costos, sin generar utilidades para distribuir entre los inversores.

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

Establecimiento	2023	2024	2025
Predio 1	2,1%	3,9%	3,1%
Predio 2	1,8%	1,7%	2,9%
Predio 3	1,6%	1,7%	1,0%
Predio 4	2,4%	2,4%	3,1%
Predio 5	1,9%	1,9%	2,2%
Predio 6	0,0%	0,1%	0,1%
Predio 7	4,7%	4,0%	2,6%
Predio 8	3,3%	2,5%	3,1%
Total	1,9%	2,4%	2,3%

Fuente: En base al Operador y Comité de Vigilancia.

En 2024 y 2025, mejora el caprate respecto de los años anteriores y en gran medida se explica por la mejora en el arrendamiento del predio de mayor escala (predio 1).

La calificadora contrató en su momento un trabajo sobre la capacidad de uso de los suelos de los establecimientos del fideicomiso, y –en base a ello- estimó una línea de base mínima en materia de arrendamientos, que situaban el caprate esperable en 3.15% (el promedio nacional de los últimos 10 años se ubica en 3,5%)[5] . Por otra parte, el Comité de Vigilancia plantea para su evaluación de la marcha del fideicomiso, un "caprate mínimo", de 2.5%, lo que permitiría destinar un 1% para distribuir entre los inversores. El valor obtenido respecto al valor actual hasta el momento resulta insuficiente en la comparación con las dos referencias definidas oportunamente; más insuficiente resulta aún el caprate respecto del valor de compra de los campos (2,2%).

Puede observarse en el cuadro 5 que ningún predio logra superar el caprate promedio del país y son cuatro los que superarían el mínimo que permitiría comenzar a generar excedentes.

En la Sección V se presenta un histórico de relaciones entre arrendamientos y valores de la tierra a nivel nacional (grafico 13).

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

3. El precio de compra y valoración actual.

La valorización de la tierra en la propuesta original ya era un componente muy importante de la rentabilidad esperada del proyecto, pero teniendo en cuenta las dificultades comentadas respecto de los arrendamientos, adquiere ahora una mayor relevancia.

A diciembre de 2025 se presentó la tasación anual de los campos del fideicomiso, la que fue realizada por la misma consultora que el los años anteriores (CONSUR). El valor de la hectárea promedio apenas se modificó respecto del año anterior (-0,1%).

5. El valor medio de los arrendamientos según DIEA para de 2025 fue de 133 dólares/ha mientras que el valor medio de la tierra para ese mismo período fue de 4180 dólares/ha, lo que determina un caprate a nivel nacional de 3,2%.

Al 31 de diciembre de 2025, luego de casi 12 años desde la emisión y a 11 años de haber culminado con la adquisición del último de los campos, el valor de tasación del conjunto de los establecimientos se encuentra un 6,2% por debajo del precio de compra.

Si se analiza la situación particular de cada uno de los campos del portafolio con la información a diciembre de 2025, se observa que el comportamiento no ha sido el mismo en todos los casos, algunos han bajado mucho más que otros, incluso algunos han mejorado su valor de tasación respecto de la compra, en un mercado que en general ha sido también a la baja[6] .

En el siguiente cuadro se presenta la variación de los precios de la última tasación respecto de su valor de compra, para cada uno de los campos, para el promedio ponderado y también la misma variación para el promedio nacional de acuerdo a la información que publica DIEA. Como puede observarse, hay 4 predios que se mantienen aún por debajo de su valor de compra, y algunos de ellos muy por debajo. Por otra parte, los valores de los campos del fideicomiso en conjunto cayeron más que lo que registra DIEA para el promedio del país.

Cuadro 6. Valor de los campos a diciembre de 2025 respecto de su valor de Compra

Establecimiento	Variación
Predio 1	8,7%
Predio 2	**-9,3%**
Predio 3	**-8,8%**
Predio 4	**-19,3%**
Predio 5	**-26,3%**
Predio 6	17,2%
Predio 7	47,4%
Predio 8	13,1%
PROMEDIO FIDEICOMISO	**-6,2%**
Promedio DIEA (2025/2014)	**6,2%**

Fuente: CARE.

A nivel país, en 2025 los campos valdrían un 6,2% más que en el año 2014 (valores nominales), fecha en la cual se adquirieron la mayor parte de los establecimientos del Fideicomiso. En este sentido, podría decirse que el momento de entrada no habría sido el mejor, ya que justamente el 2014 fue un año pico de precios y luego comenzó a caer[7] .

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

Considerando el promedio ponderado de los campos la caída del precio fue de 4,5%, frente a un 6,2% de aumento para el promedio nacional.

[6]. Como bien se detalla en la Sección V, los campos en el Uruguay perdieron valor entre 2014 y 2021. En los últimos años han recuperado y a 2025 se encontraban a nivel país en valores apenas un 6,2% en términos nominales por encima de 2014.

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

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

- **Tasas de valorización de la tierra**

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

Según el Prospecto de emisión, la tasa de valorización de la tierra necesaria para alcanzar la TIR prometida debía de haber sido del 7% anual durante los 12 años de vigencia del fideicomiso. El valor de compra promedio fue de 3.572 USD/ha, por lo tanto al venderse deberían valer 8.045 USD/ha, esto es 2,4 veces su valor actual según la última tasación. Resulta evidente que no se cumplirá el objetivo original.

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

Actualmente el valor de la tierra de acuerdo a las tasaciones realizadas está en un valor medio de 3.351 USD/ha, un 6,2% por debajo del valor de compra, por lo que para recuperar mínimamente la inversión inicial los predios deberían venderse por encima de lo estimado en las tasaciones. Es una posibilidad, pero ello depende en gran medida de que los predios se mantengan arrendados, con buenos arrendatarios, manteniendo las inversiones y mejorando, además de que también mejoren los valores de la tierra a nivel del país.

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

La emisión fue de USD 52.010.000 y se destinaron 48.193.424 para la adquisición de lo campos. Al 31 de diciembre de 2025 el valor de todos los predios según la última tasación es de USD 45.206.000, por lo tanto para recuperar el valor de la emisión (52 millones), los campos deberían venderse en promedio un 15% por encima del valor de la tasación, porcentaje que en este caso si parece elevado.

El patrimonio contable del Fideicomiso al 31 de junio de 2026 es de 47,3 millones de dólares, de esta forma si se lograran vender los campos un 10% por encima de los valores de tasación se podría recuperar la totalidad de la inversión. La cifra parece elevada, pero podría ser posible de alcanzar.

- **Tasas Internas de retorno esperadas**

En el año 2017 CARE sensibilizó el flujo de fondos disponible en aquella oportunidad y se estimaron las TIR's que se alcanzarían según diferentes tasas de valorización del precio de la tierra y según diferentes criterios en materia de ingresos por arrendamientos. Por un lado se consideraron los estimados oportunamente por el operador y por otro, disminuyéndolos a un 75% y a un 50% a partir de 2018.

Los resultados se presentan en el cuadro siguiente.

Cuadro 7. Tasa Interna de retorno según distintas tasas de valorización del precio de la tierra y tres opciones de ingresos por arrendamiento

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

Fuente: CARE

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

En oportunidad de la actualización de noviembre de 2024, se contó con una proyección del flujo neto del Fideicomiso presentada por el Operador, sobre la cual se manejaba una hipótesis de salida aplicando el plan de liquidación acordado. Esta proyección confirma las conclusiones obtenidas en las anteriores proyecciones, en relación a que la tasa de retorno para el inversor caerá con alto rango de probabilidad dentro de los rangos establecidos en los párrafos anteriores.

Riesgos considerados:

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

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

V. EL ENTORNO

Este Fideicomiso en particular ya se encuentra en su etapa de liquidación, por lo que parte de la información que se analiza en este capítulo -especialmente la que refiere al largo plazo- no aplica en su totalidad. Sin embargo resulta de utilidad al describir el marco dentro del cual se desarrollará el proceso de desinversión, 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.

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 y del comercio, 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.

Por su parte, los precios de la mayor parte de los productos agropecuarios, también han mostrado en el pasado una tendencia al crecimiento en términos reales como consecuencia de una demanda creciente y de un comercio internacional que también crece. Sin embargo, como se verá, las proyecciones realizadas por diferentes organismos para los próximos 10 años estarían indicando que los precios internacionales nominales probablemente se verán incrementados, pero en un guarismo menor a la pérdida del valor de la moneda, por lo que disminuirían ligeramente en términos reales a lo largo de los próximos 10 años. Este comportamiento se explica en gran medida como consecuencia de que el crecimiento en la demanda -que seguramente continuará-, sería más que compensado con las continuas mejoras de la productividad promedio que reducen los costos de producción y en menor medida también por la reducción de las pérdidas postcosecha.

Esta tendencia de los precios agrícolas, no está exenta de importantes variaciones coyunturales. El sector productor de alimentos, enfrenta 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. En particular, como se verá, en la actual coyuntura, algunos rubros de la producción agropecuaria, particularmente algunos granos, se encuentran enfrentando un mercado deprimido con precios bajos, como resultado de una elevada oferta mundial y un debilitamiento de la demanda. Por su parte, los precios de la carne vacuna muestran un comportamiento diferente, mostrando valores elevados y una demanda firme.

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.

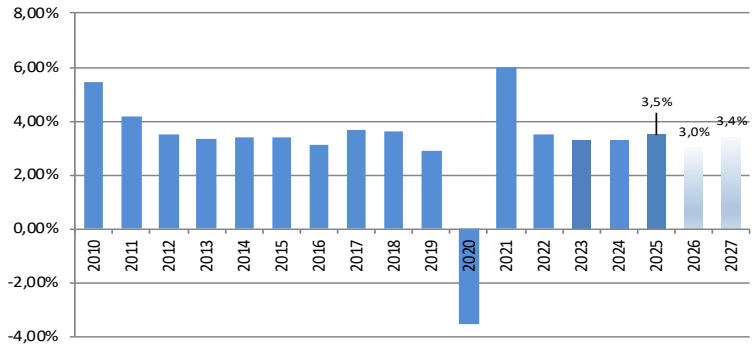
La actual coyuntura geopolítica, de no tener una pronta solución, podría contribuir a generar distorsiones adicionales sobre los mercados agrícolas. Los conflictos bélicos pueden generar disrupciones en el comercio internacional, caracterizadas por el aumento de costos logísticos, volatilidad de precios de materias primas (petróleo, alimentos) y escasez de suministros.

Respecto de las 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. Entorno macroeconómico internacional

Luego de la pandemia de 2020-2021 y sus efectos económicos y financieros, la economía global rebotó y emergieron brotes inflacionarios producto de las políticas fiscales y monetarias expansivas desplegadas en respuesta a la crisis sanitaria global. El Fondo Monetario Internacional en su informe de julio de 2026 proyectó tasas de crecimiento mundial del 3,0% para este año y del 3,4% para 2027, cifras que suponen una rebaja de la media del 3,5% observada en 2024–25. Esta leve desaceleración se explica en gran medida a que los efectos de la guerra en Oriente Medio atenuaron el ímpetu sobre la demanda derivado de los avances en la inteligencia artificial (IA) y su adopción.

Gráfica 1. Tasa crecimiento de la economía mundial



Fte. FMI julio de 2026

El impacto de la guerra varía considerablemente en función del grado en que cada país está expuesto y su posición en la cadena de valor tecnológica. Los exportadores de energía situados fuera de la zona de conflicto se benefician, así como aquellas economías que han logrado aprovechar el auge impulsado por la tecnología, aun siendo importadoras de energía. En cambio, se observa un debilitamiento de la actividad entre los importadores de energía con una participación limitada en la cadena de valor tecnológica, grupo al que pertenecen muchos países de ingreso bajo.

Según establece el FMI en su informe, se espera que la inflación general a escala mundial aumente de un 4,1% en 2025 hasta un 4,7% en 2026, para después descender hasta el 3,9% en 2027. La posibilidad de un recrudecimiento del conflicto en Oriente Medio podría prolongar la volatilidad de los precios de las materias primas, agravar los factores que amenazan las cadenas de suministro, elevar los precios e incidir negativamente en las condiciones financieras. Los factores que podrían ser favorables para las perspectivas económicas provienen de una normalización de los mercados

energéticos más rápida de lo previsto, una inversión en tecnología superior a la esperada, la revitalización de una cooperación duradera que reduzca las barreras comerciales y reformas estructurales que fomenten el crecimiento a mediano plazo.

2. Riesgo Económico y de Mercado

En este punto 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.

a) Sobre el precio de los productos agrícolas - alimenticios

Existe consenso entre diferentes organismos internacionales que la demanda de alimentos aumentaría entre un 50 y un 60% en las próximas décadas hacia 2025, impulsada por el crecimiento demográfico, el aumento de los ingresos y una población 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 enfrentar nuevos desafíos logísticos y tecnológicos.

Como los precios de los productos tienden a ajustarse por la oferta y la demanda, la evolución futura de los precios estará influenciada en gran medida por las mejoras esperadas en la productividad, la innovación tecnológica, el costo de insumos, etc.; aspectos que inciden en la oferta futura. La oferta agrícola responde a los precios altos mediante mejoras estructurales, investigación, tecnología y eventualmente la expansión de áreas, lo que eventualmente tiende a atenuar los precios, aunque en general con un comportamiento cíclico. Por su parte, la carne y la leche han mostrado aumentos de precios sostenidos durante períodos más largos, al mostrar mayores dificultades para expandir la oferta en plazos cortos.

En base a este panorama, puede concluirse que la tendencia de largo plazo esperada para los precios de los productos alimenticios indica que los valores deberían mostrar una tendencia creciente, al menos en términos nominales. No obstante, los mercados mundiales están expuestos a diversas fuentes de incertidumbre que pueden influir en la oferta, la demanda y los precios en los próximos años. La variabilidad climática es uno de los riesgos que podrían alterar rápidamente la oferta, así como las tensiones geopolíticas podrían tener efectos sobre el comercio y sobre los costos de la energía, el transporte y los insumos.

Evolución histórica de los precios

Los precios de los alimentos medidos a través del indice de precios de la FAO[8] , en téminos reales, parecen mostrar una tendencia al crecimiento, pero con variaciones y ciclos muy marcados, propios del comportamiento de la mayor parte de los productos que se consideran para la elaboración del índice.

[8]. FAO Food Price Index.



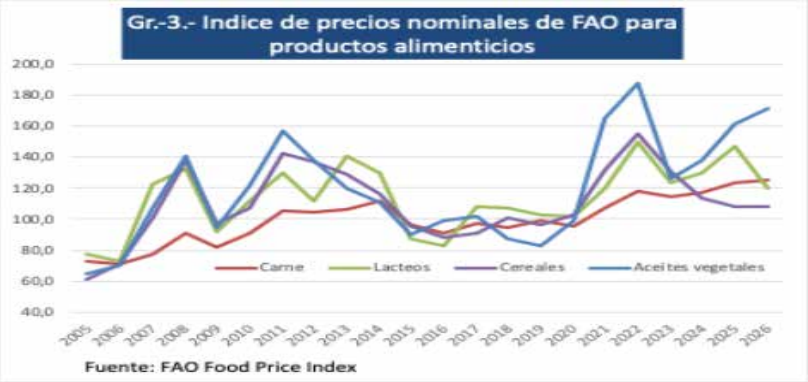
Los precios de los alimentos mostraron un fuerte aumento en sus valores a partir de 2005 y hasta el 2013, producto de una serie de factores que contribuyeron a generar un shock de demanda, como ser, el incremento de los ingresos per cápita de China, una mayor apertura y desregulación de los mercados globales, la promoción de los biocombustibles, 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 los 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. En 2026 el índice de precios muestra una leve recuperación, como consecuencia del incremento de los precios de la carne, los aceites y algunos granos y semillas oleaginosas.

La evolución de los precios de los diferentes productos que componen el índice de los alimentos se puede observar claramente en el siguiente gráfico a través de los indicadores que elabora la FAO.



El índice de precios de los alimentos de la FAO (nominal) se situó en setiembre de 2026 en 136,0, un 5,7% por encima de su valor de hace un año, pero aún un 15,2% por debajo del nivel récord de marzo de 2022.

Por su parte, el índice de precios de los cereales de la FAO registró en setiembre de 2026 un valor de 122,8 puntos, esto un 17,0% mayor al de setiembre de 2025, pero 29,2% menos que el récord histórico (mayo 2022).

El índice de precios de la carne de la FAO alcanzó en setiembre de 2026 a 127,9 puntos, el mismo valor que un año atrás y es también el nivel récord de la serie.

Perspectivas de corto y mediano plazo

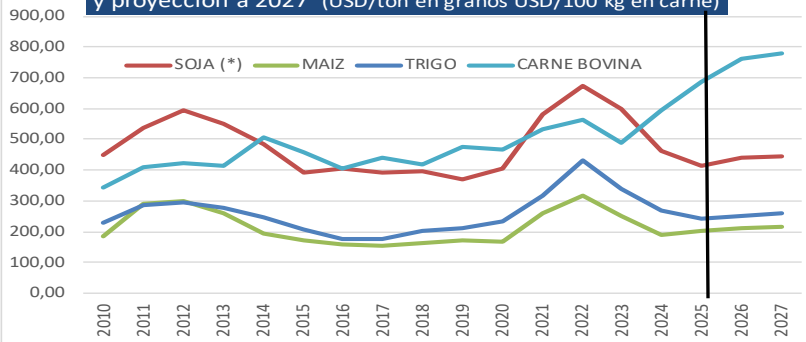
En la siguiente gráfica se presenta la evolución de los precios internacionales de los últimos años según el Banco Mundial[9] en la que se observa la evolución reciente de precios comentada y una proyección al 2027.

El último informe del Banco Mundial presentado en abril 2026 proyecta que luego de la reducción verificada en los precios internacionales de la soja, el maíz y el trigo entre 2023 y 2025 los precios mostrarían en 2026 un incremento del orden del 4 al 6% y volverían a crecer en 2027, aunque en un guarismo algo menor (1 a 3%). Estos incrementos de precios en gran medida están explicados por los efectos de la guerra en Medio Oriente que ha aumentado los precios de los fertilizantes y la energía. El arroz, cuyo precio cayó fuertemente en 2025, según proyecta el Banco Mundial volvería a caer levemente en 2026 para luego en 2027 comenzar a mostrar un leve repunte.

Por su parte, los precios internacionales de carne vacuna tuvieron un comportamiento diferente, subieron en forma importante entre 2023 y 2025 y según el Banco Mundial se mantendría esa tendencia aumentando de valor un 11% en 2026 y un 3% adicional en 2027, los valores actuales ya son elevados respecto de los históricos. Importa destacar, que con excepción del arroz, los precios del resto de los productos considerados (soja, maíz, trigo y carne vacuna) se encuentran por encima del promedio anterior a la pandemia (2015-2019), en dólares corrientes.

9. Banco Mundial-Commodity Prices (abril 2026) y Banco Mundial Commodity Price Data (setiembre 2026).

Gr. 4.- Evolución de los precios internacionales históricos y proyección a 2027 (USD/ton en granos USD/100 kg en carne)



Fuente: Elaborado en base a datos del Banco Mundial (octubre

(*) Precio CIF Rotherdam

El análisis de las existencias de granos, así como la previsión de la oferta, el consumo y el comercio, resultan en un insumo relevante a los efectos de prever el posible comportamiento de los precios en el corto plazo.

El pronóstico más reciente de FAO[10] sitúa la producción mundial de cereales en 2026 en 2 983 millones de toneladas, lo que supone un descenso del 1,9 % respecto al récord histórico alcanzado en 2025. A pesar de este leve recorte, representaría el segundo volumen de producción más elevado jamás registrado.

Por su parte, la utilización global de cereales alcanzaría los 2 961 millones de toneladas, un incremento interanual de +0,3%, impulsado por un mayor consumo de granos para raciones en América del Sur y un aumento en el consumo humano de arroz. El comercio se reducirá a 507,6 millones de toneladas, afectado por una menor contracción en los envíos mundiales de trigo y cebada. Finalmente, el stock de cereales se estima en 957,8 millones de toneladas al cierre de 2027 (+0,9 % respecto del año anterior), manteniendo la relación entre reservas y utilización mundial en un nivel cómodo del 32,0 %.

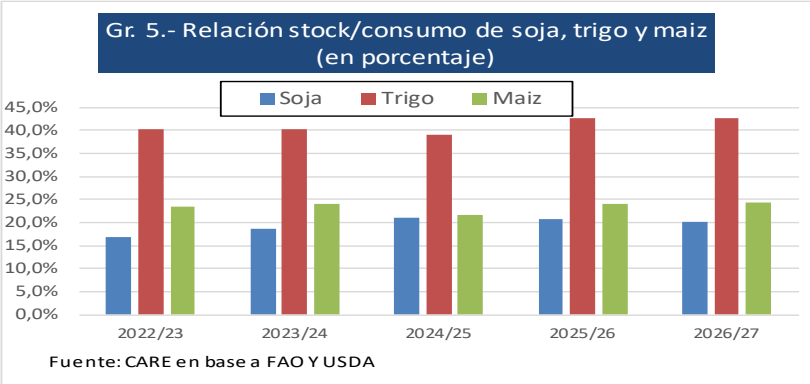
Para el caso de las semillas oleaginosas, el último informe del USDA[11] estima para la zafra 2026/27 una producción mundial de 721,0 millones de toneladas, un 2,9% más que la zafra anterior, de las cuales más del 60% de la producción es de soja.

El uso total de oleaginosas alcanzaría los 609,5 millones de toneladas, un aumento del 3,2% respecto del ejercicio anterior mientras que el comercio apenas se expandiría en un 0,9%. Finalmente, el stock de semillas oleaginosas se estima en 146,3 millones de toneladas al cierre de la zafra 2026/2027 (+0,4 % respecto del año anterior), manteniendo la relación entre reservas y utilización mundial en el entorno del 20% una cifra en niveles similares a los de los últimos años.

En el cuadro siguiente se presenta la evolución de la relación del ratio stock/ consumo y la proyección esperada para la zafra 2026/27, para los principales cereales y oleaginosas.

[10]. FAO Oferta y Demanda de Cereales, Julio 2026

[11]. World Agricultural Supply and Demand Estimates (WASDE). USDA Agosto 2026



Fuente: CARE en base a FAO Y USDA

Perspectivas de largo plazo

CARE consultó diversas fuentes de información[12] , y todas ellas coinciden en que los factores que explicaron la recuperación de los valores hasta mediados de 2022, ya no están operando y los precios internacionales reales de los principales productos agrícolas mantendrán seguramente a disminuir ligeramente a lo largo de los próximos 10 años. En este sentido, se mantienen las previsiones de largo plazo sin mayores cambios respecto de los informes anteriores, respecto de que el crecimiento de los precios nominales para los próximos 10 años no lograría compensar totalmente la devaluación del dólar, cayendo levemente en términos reales.

En julio de 2026 se publicaron "Las Perspectivas Agrícolas 2026-2035 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. Las proyecciones consideran datos hasta 2025, pero incluyen el impacto del conflicto en Oriente Medio en 2026, que afecta los mercados agrícolas por el aumento de los costos de energía y fertilizantes, y una desaceleración del crecimiento económico global. Se prevé también una reducción en el uso de fertilizantes, lo que disminuirá la producción de cereales, especialmente en países de ingresos bajos, debilitando los sistemas alimentarios y elevando los precios para las poblaciones vulnerables.

Los principales contenidos de ese último informe son los siguientes:

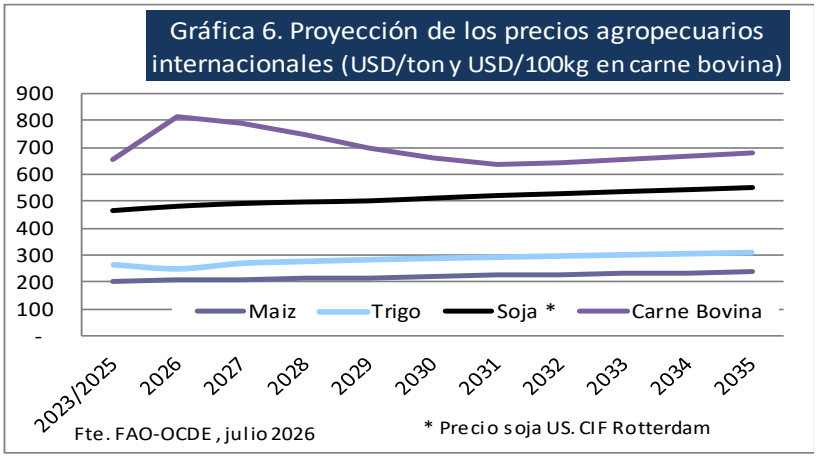
- Se espera que el ingreso agrícola bruto per cápita mundial aumente un 9% en la próxima década, alcanzando unos USD 3.800 por trabajador, aunque con grandes diferencias regionales. Este aumento estará impulsado por la mecanización y operaciones a gran escala en los países de ingresos más altos y por una transición hacia una agricultura más comercial e intensiva en capital, en los paises de ingresos medios.
- Se prevé que la producción mundial aumente un 13 % en la próxima década, impulsada principalmente por mejoras en la productividad y la intensificación, con un crecimiento concentrado en Asia, el África subsahariana y América Latina. El crecimiento de la producción agrícola provendrá principalmente de mejoras en productividad, pero también habrá cierta expansión de tierras y ganado, lo que generará un aumento del 6.5% en las emisiones directas de gases de efecto invernadero (77% del ganado, 23% de fertilizantes sintéticos). El reto es acelerar el crecimiento sostenible y cerrar brechas tecnológicas para reducir o ralentizar las emisiones, garantizando la seguridad alimentaria.

[12]. Perspectivas Agrícolas FAO-OCDE 2026-2035 (julio de 2026); USDA Agricultural Projections to 2035 (febrero 2026); Banco Mundial-Commodity Prices (Agosto 2026) y FAO- Indice de Precios de los Alimentos.

- Se espera que los precios internacionales reales de los productos agrícolas se mantengan estables o bajen ligeramente en la próxima década, aunque la volatilidad sigue siendo un riesgo.
- En países de ingresos medios bajos, las dietas se diversificarán, aumentando el consumo de productos animales a medida que suben los ingresos, especialmente en el Sudeste Asiático. En países ricos, el consumo de alimentos seguirá siendo alto; en países de ingresos bajos, la inseguridad alimentaria persistirá por bajos ingresos y falta de inversión.
- La cooperación multilateral y el comercio agrícola internacional regulado siguen siendo vitales para la seguridad alimentaria global y la estabilidad de los ingresos agrícolas.
- Los países de ingresos bajos enfrentan barreras como infraestructura deficiente, falta de almacenamiento, procesos comerciales ineficientes y brechas tecnológicas, lo que limita su acceso a mercados. Es necesario invertir en infraestructura y tecnología para mejorar el acceso al mercado y permitir el crecimiento, especialmente en países de ingresos bajos.

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.

Gráfica 6. Proyección de los precios agropecuarios internacionales (USD/ton y USD/100kg en carne bovina)



Se prevé que los precios nominales de los cereales mantengan su tendencia alcista a medio plazo, no obstante éstos disminuirían ligeramente al ajustarlos por la inflación. Se espera que las continuas mejoras en la productividad y la expansión de la producción mantengan el crecimiento de la oferta en líneas generales a la par de la demanda mundial durante el periodo de proyección, ejerciendo una ligera presión a la baja sobre los precios reales.

En febrero de 2026 el USDA presentó sus proyecciones agrícolas al 2035 (USDA Agricultural Projections to 2035). 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 similar al de FAO-OCDE. En general estiman que los precios del trigo, el maíz y arroz caerían hasta 2026, para luego crecer levemente, aunque por debajo de la inflación. Para el caso particular de la soja no prevén aumentos en los próximos año y para carne

[14]. Perspectivas Agrícolas FAO-OCDE 2025-2034 (julio de 2025); USDA Agricultural Projections to 2034 (febrero 2025); Banco Mundial-Commodity Prices (Agosto 2025) y FAO- Indice de Precios de los Alimentos.

vacuna se proyecta una caída respecto de los valores actuales, culminando al final del período por debajo de los precios de 2026. 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.

En el siguiente cuadro se presenta cual sería la evolución esperada en los precios según estas fuentes consultadas, partiendo de los niveles de 2025/26.

Cuadro 8. Tasa anual de evolución de los precios proyectadas para los próximos 10 años

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

Fuente: CARE en base a USDA y FAO-OCDE
Nota: Incremento acumulativo anual período 2026-2035
FAO-OCDE son precios internacionales, USDA son precios domésticos

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, así como también una elevada volatilidad.

Los mercados mundiales de los productos agrícolas están expuestos a diversas fuentes de incertidumbre que podrían influir en la oferta, la demanda y los precios en los próximos años. La variabilidad meteorológica continúa siendo uno de los riesgos más inmediatos para la producción agrícola. Por lo general, las perspectivas -de FAO-OCDE y del USDA- parten del supuesto de unas condiciones de producción acordes con las tendencias habituales, pero los fenómenos meteorológicos extremos o los cambios en los patrones climáticos podrían alterar rápidamente la oferta y los precios a escala mundial. Las tensiones geopolíticas siguen planteando riesgos para los mercados mundiales debido a su repercusión en los costos de la energía y los insumos. La evolución de la política comercial sigue siendo también una fuente importante de incertidumbre. Por último, las medidas adoptadas por los principales países consumidores también podrían alterar los patrones de la demanda mundial.

b) 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.

Más allá de la aptitud netamente alimentaria (granos y carne), el mercado mundial está incorporando nuevas variables para cotizar la tierra. Por un lado, los fondos de inversión institucionales ya calculan de forma directa el valor de los campos según su capacidad de secuestro de carbono y la posibilidad de obtener certificaciones sustentables (Premio Verde), y por otro, la tierra agrícola sigue consolidándose a nivel internacional como un activo de protección contra la inflación a largo plazo frente la volatilidad de las bolsas tradicionales (Inversión de Cobertura o refugio de valor).

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

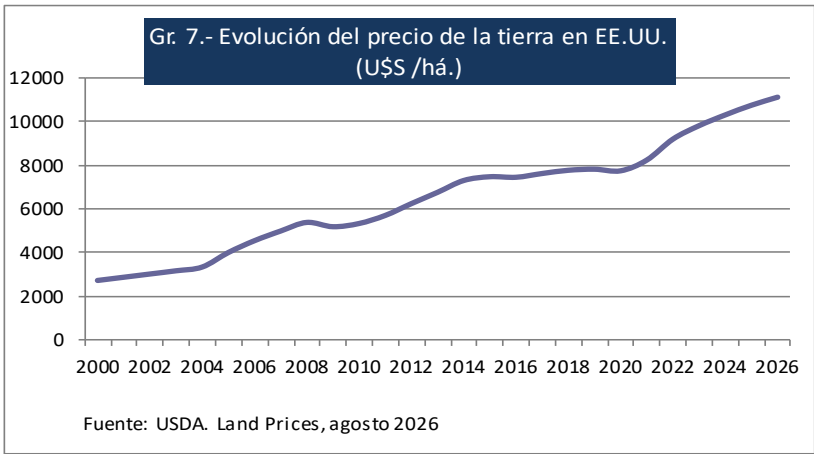
En lo que respecta al precio de la tierra en Estados Unidos, en lo que va del siglo XXI se observa una continua fase ascendente, con alguna excepción (2009 y 2015) en donde se verificaron mínimas reducciones, pero que no modifican la tendencia. El precio en Estados Unidos cayó únicamente en los primeros años de la década del ochenta ante el cambio de la política monetaria denominado ¨Plan Voelker" y en menor medida, en la crisis financiera de Lehman Brothers y en el pandemia del Covid 19. En todos los casos las reducciones de precios fueron muy moderadas y se revirtieron en pocos años.

Durante el período 2005-2026, el incremento acumulativo anual del precio de la tierra en EEUU en dólares corrientes fue de un 5,0% anual, valor superior al de la inflación de la moneda norteamericana (2,57% anual en promedio), lo que determina un incremento real anual del 2,4% en los últimos 21 años. Durante ese mismo período, las tierras para cultivos agrícolas en dolares corrientes aumentaron en 5,4% acumulativo anual, mientras que las destinadas a pastoreo se revalorizaron en un 4,8% por año.

El precio de la tierra (promedio) se había mantenido relativamente estable entre 2017 y 2020, con aumentos mínimos en el entorno a la inflación americana, pero en los últimos 6 años los valores se recuperan fuertemente mejorando en términos reales, y también acompañando la mayor inflación. Entre 2020 y 2026 el valor de la hectárea promedio lleva acumulado un aumento de un 44%; si se analizan por separado las tierras agrícolas de las ganaderas, las primeras tuvieron entre 2020 y 2026 un aumento del 48,3% mientras que las segundas un 42,9%.

El último informe del USDA[13] que reporta precios de 2026, da cuenta de un incremento de un 3,4% para el promedio de las tierras, respecto del año anterior. Por su parte, las tierras de uso agrícola aumentaron un 3,3% mientras que las de uso ganadero un 4,2%.

[13]. USDA Land Prices, Agosto 2026



El USDA, reporta también el comportamiento de los precios de tierras irrigadas y sin riego. Para el caso concreto de las tierras del "Corn Belt" (Missouri), el USDA en su último reporte (agosto de 2026), muestra que los precios de las tierras irrigadas se ubican en l promedio de los últimos 5 años un 25% 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. En 2026 las tierras con riego aumentaron más que las no regadas (4,1% las regadas frente a un 3,0% las de secano), incrementando levemente el diferencial de precios.

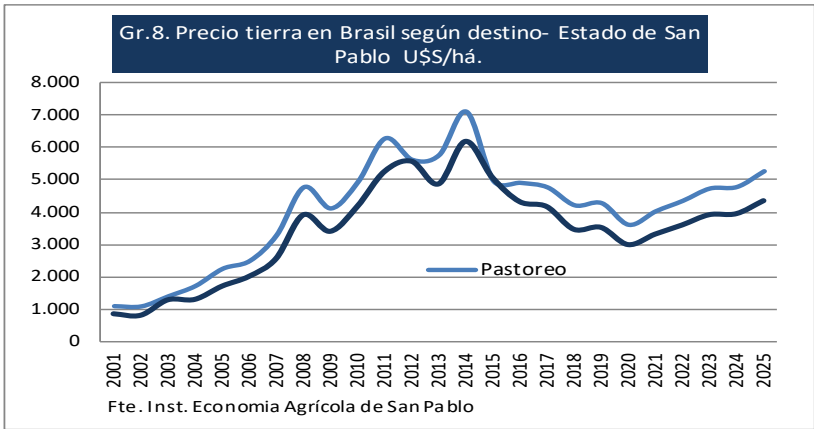
Cuadro 9. Precio de la tierra regada y no regada en el Corn Belt de EEUU (USD/ha)

	2022	2023	2024	2025	2026	Variación 2026/25
Regada	13.591	14.184	14.826	15.197	15.815	4,1%
No regada	10.576	11.392	11.861	12.479	12.849	3,0%
Variación en porcentaje	29%	25%	25%	22%	23%	

Fuente: elaborado en base a datos de USDA, Land Values, Agosto 2026

El comportamiento del precio de la tierra en Brasil, está por lo general afectado por el 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, acumulando entre 2020 y 2025 un aumento de algo más del 45% en dólares corrientes, tanto para las tierra para pastoreo como para reforestación. Sin embargo, a pesar de estos aumentos aún se mantiene (en dólares) por debajo de los valores máximos.

En 2025, el Instituto de Economía Agraria de San Pablo reporta un incremento del precio de la tierra de un 14,2% en reales, que implican un aumento de un 10,1% en dólares corrientes.



Respecto de Argentina, La Bolsa de Comercio de Rosario publicó en agosto de 2026 un informe analizando la evolución reciente del precio de la tierra, tomando como referencia la zona núcleo maicera (Pergamino, Rojas y Colón) y utilizando como fuente base de información a la revista Márgenes Agropecuarios. Luego de la crisis del año 2001 el precio de la tierra registró un boom alcista en su valor, tendencia que se extendió hasta el año 2012. Desde entonces y luego de más de una década de corrección en términos reales e inclusive llegando a registrar caídas en términos nominales, el valor de la hectárea en la subzona maicera de la región núcleo alcanzó a los USD 17.900 entre enero y julio de 2026, superando el récord nominal de USD 17.350 alcanzado en 2012.

En el siguiente gráfico se observa la evolución del precio promedio anual de la hectárea agrícola desde 1997 en valores nominales.



La serie muestra un piso en 2002, con USD 2.600 por hectárea tras la salida de la convertibilidad, y a partir de allí un ciclo alcista extraordinario que multiplicó el valor por 6,7 veces hasta 2012, acompañando un súper ciclo de precios de las materias primas, la masificación del uso de la siembra directa y mejoras en la productividad. Desde 2013 la serie nominal mostró una larga meseta con sesgo bajista, hasta tocar un piso de USD 13.950 por hectárea en 2021, 20% por debajo del máximo de 2012. Cabe destacar que se trata de un período marcado por un estancamiento en la actividad económica, derechos de exportación históricamente elevados y restricciones de acceso al mercado de cambios con una brecha cambiaria creciente. Desde 2022, el precio nominal

encadena cinco años consecutivos de suba, con un avance acumulado del 28% hasta el promedio de 2026. Por su parte, si se considera la serie histórica ajustada la inflación del dólar, los valores que se registran actualmente en torno a USD 18.000 son un máximo en términos reales desde 2020, aunque aún están un 28,5% por debajo del pico histórico del año 2012 (que equivaldría a USD 25.300).

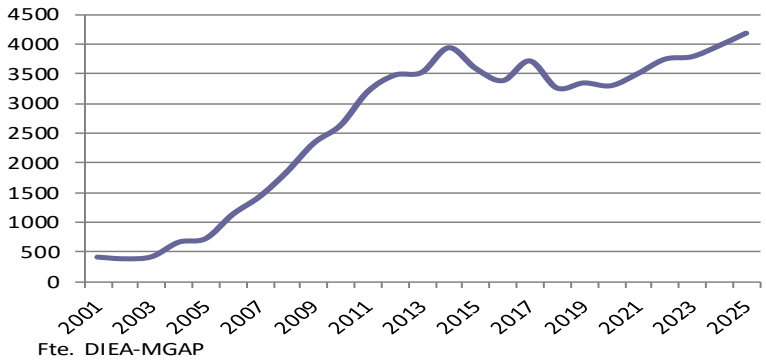
El mercado de campos en Argentina mantiene su atractivo, respaldado por la firmeza en la demanda, la diversificación de intereses y un entorno macroeconómico que, si se consolida, podría fortalecer aún más la ponderación de los activos rurales. La clave parece estar en garantizar la previsibilidad jurídica y estabilidad económica para sostener este proceso en el tiempo.

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.

En 2023 el incremento en el precio de la tierra según DIEA-MGAP fue de 1,1% y en 2024 vuelve a aumentar en un 4,9%. En marzo de 2026, se publicó el informe con los resutados de las compraventas del 2025, que muestra un nuevo ajuste al alza de los valores. El valor medio de 2025 marca un aumento promedio del 5,3% respecto del promedio de 2024. Cabe destacar, que el precio de la tierra en 2025, en términos nominales, supera en un 6,2% el récord histórico de 2014.

Gráfica 10. Evolución del precio tierra en Uruguay (U$S/há)



Fte. DIEA-MGAP

Existen otras fuentes de información realizadas por consultoras y operadores del mercado[14] , 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.

El informe del mercado de tierras del primer semestre de 2026 realizado por la consultora Agroclaro y publicado por El País, indica que se han vendido 112.000 hectáreas de campo agrupadas en 81 negocios. La superficie vendida se encuentra en línea con los datos registrados en igual período en años anteriores, exceptuando el primer semestre de 2025 donde hubo menos negocios. Los campos agrícolas, ganaderos y mixtos representan aproximadamente dos tercios del total de los negocios, siendo el tercio restante campos arroceros, forestales o fracciones con uso recreativo o turístico. El análisis de las compraventas permite confirmar que los precios de los campos se han mantenido y en algunos casos aumentado en estos últimos meses.

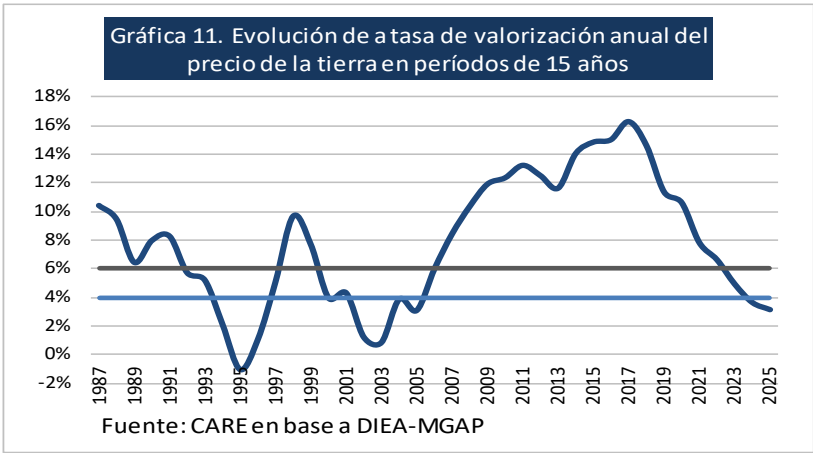
El modelo financiero supuso una valorización acumulativa anual de un 7% (en dólares corrientes) durante 12 años, a continuación se analiza lo que ha sucedido en el pasado.

CARE analizó con la información de los precios de la tierra (en dólares corrientes) de una serie de más de 50 años (1970 a 2025) la variación anual en períodos de 12, en donde se observa lo siguiente:

- En promedio, la evolución anual del precio de la tierra en períodos móviles de 12 años fue de 7,5%.
- No obstante en la serie aparecen 19 años (un 43%) en donde el aumento acumulativo anual en periodos de 12 años es menor al 7%.
- Actualmente, el precio de la tierra se encuentra un 18,7% por encima de 12 años atrás; apenas un aumento en los últimos doce años de un 1,4% acumulativo anual.

Importa destacar, que esta serie de precios de la tierra es un promedio nacional y por lo tanto no considera cambios en el valor de la misma por concepto de calidad de suelo, localización o cambio de destino en el uso de la tierra, por lo que este comportamiento no debería trasladarse a las tierras de este fideicomiso, sino solamente considerarlo como una información adicional.

14. SERAGRO, Agroclaro, Consur y operadores privados

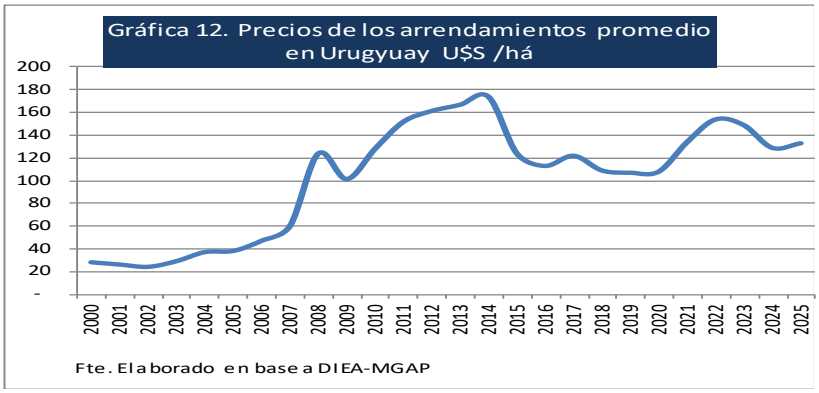


CARE entiende que si bien cabe esperar para el mediano y largo plazo aumentos sostenidos en los precios de la tierra, éstos no serían de similar magnitud que el pasado. Muy probablemente los aumentos de precios compensarán la inflación histórica de Estados Unidos, más un pequeño componente por incremento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

c) El precio de los arrendamientos

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

Según cifras de DIEA, el valor promedio de los arrendamientos ha ido en aumento hasta 2014 –con la sola interrupción en 2009- y a partir de 2015 se inició una importante caída hasta el 2016, para luego mantenerse relativamente estable. En 2021 y 2022, vuelven a aumentar en forma significativa como consecuencia del fuerte incremento de los precios agrícolas, para luego retroceder y parece encontrar un nuevo equilibro, levemente por encima de las rentas de 2015 a 2020.



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

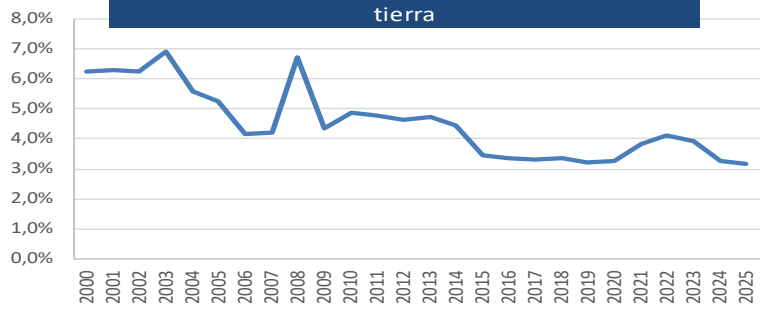
[18]. La inflación histórica y de largo plazo de Estados Unidos ha estado en el entorno del 2,0 y 2,3% aproximadamente.

Cuadro 10. Precio promedio de arrendamientos		
Año	**Renta (USD/ha)**	**Indice base 2012=100**
2010	128	79%
2011	152	94%
2012	162	100%
2013	167	103%
2014	174	108%
2015	124	77%
2016	113	70%
2017	122	76%
2018	109	67%
2019	107	66%
2020	108	67%
2021	134	83%
2022	154	95%
2023	149	92%
2024	129	80%
2025	133	82%

Fuente: DIEA-MGAP

Si el valor promedio de los arrendamientos a nivel nacional, se lo relaciona con el precio promedio de venta de la tierra al mismo nivel, se comprueba que la renta (caprate) viene mostrando una tendencia descendente desde comienzos del siglo y hasta 2019, para luego estabilizarse y mostrando un leve aumento en los años 2022 y 2023, seguramente por la incidencia del incremento de los precios agrícolas, pero luego retoma la tendencia.

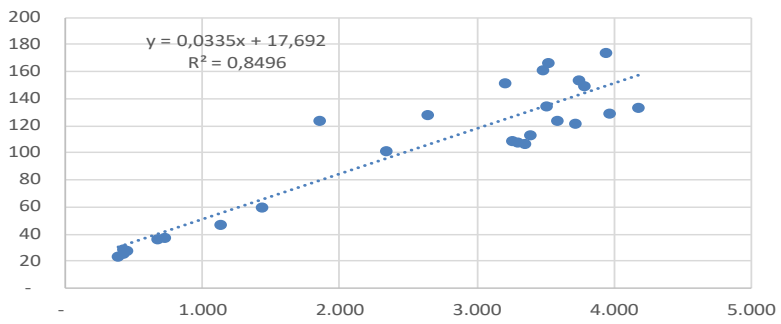
Gráfico 13. Tasa de valorización caprate según precio promedio de arrendamientos y precio promedio de la tierra



Fuente: en base a DIEA-MGAP

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

Gráfico 14. Correlación Valor del Arrendamiento/ Precio de la Tierra



Fuente: en base a DIEA-MGAP

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

Cuadro 11.- Coeficientes de Correlación

	R2
Precio tierra-novillo	0,85
Precio tierra-soja	0,73
Precio tierra-leche	0,90
Precio tierra-maiz	0,75
Precio arrendamiento-novillo	0,42
Precio arrendamiento-leche	0,87
Precio arrendamiento-soja	0,89
Precio arrendamiento-maiz	0,46

Fuente: CARE

Puede concluirse que el precio de los arrendamientos, en los últimos años, guarda estrecha relación con el valor de la tierra y también con los precios de los productos, en especial con la soja. Por tal motivo se entiende conveniente la sensibilización de los proyectos que basan parte de sus ingresos en arrendamientos, hacerla respecto del valor de la tierra y también con relación a las proyecciones de los precios agropecuarios.

Si bien se puede constatar una alta relación entre los valores de los arrendamientos y los valores de la tierra y de los productos agropecuarios, los efectos derivados de situaciones excepcionales (variaciones bruscas de precios, tasas de interés o tipo de cambio) en el Uruguay, en la región o en el mundo, pueden determinar que momentáneamente esa asociación entre los precios se pueda desarbitrar.

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

En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos y cuantitativos - tanto los presentados por el estructurador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité de calificación de CARE entiende que los títulos recogen la calificación B.uy[15] de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado especulativo.

Comité de Calificación.





Ing. Agr. Adrían Tambler

[15] . ***B.uy*** Se trata de instrumentos emitidos por empresas o sociedades que presentan actualmente un riesgo medio-alto para la inversión. Su capacidad de pago de capital e intereses, en los términos y plazos pactados aparece hoy como medianamente satisfactoria. El propio papel, la condición de la empresa, la calidad del proyecto y las características del entorno, satisfacen en conjunto mínimamente los análisis practicados, aunque existen debilidades no excluyentes en alguna de las áreas de riesgo que confieren algún tipo de riesgo mayor al de la categoría anterior. Se incrementa hasta un nivel de medio alto el riesgo del instrumento ante cambios previsibles en el proyecto tal como fue presentado, en la sociedad emisora, en el sector económico al que pertenece, o en la economía en su conjunto. La probabilidad de cambios desfavorables previsibles en el entorno es de media a media alta, y apenas compatible con la capacidad de la empresa de manejarlos aunque convirtiendo el riesgo entre medio y alto. ***Grado especulativo medio-alto.***