CARE
CALIFICADORA DE RIESGO

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

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
11	II	EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACION
13	III	LA ADMINISTRACION
17	IV	EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS
23	V	EL ENTORNO
40	VI	CALIFICACIÓN DE RIESGO

ACTUALIZACIÓN DE LA CALIFICACIÓN
27 - octubre - 2026

Denominación:	Fideicomiso Financiero Campos Sustentables.
Fiduciario:	Trust Administradora de Fondos de Inversión S.A.
Agente de Registro y Pago:	Trust Administradora de Fondos de Inversión S.A.
Entidad Representante:	Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A.
Títulos emitidos:	Títulos emitidos originalmente: Certificados de participación por 50 millones de dólares
Títulos emitidos que sustituyen los originales:	Títulos Mixtos escriturales. Derecho de crédito por el 90% y de participación por el 10% remanente por 41,15 millones de dólares
Moneda:	Dólares americanos
Plazo:	12 años desde emisión original en 2015 (extensible a 15)
Fecha de primer integración:	18 de setiembre de 2015
Fecha de Adenda y Modificación del documento de emisión:	4 de agosto de 2026.
Administrador:	OKARA Ltda.
Pago de intereses de los Titulos Mixtos:	Anuales y siempre que existan fondos netos distribuibles (para el interés base y el contingente).
Activos del Fideicomiso:	Inmuebles rurales, contratos de arrendamiento, entre otros.
Comité de Calificación:	Julio Preve, Martín Durán Martínez y Adrián Tambler.
Calificación de Riesgo:	BBB-.uy
Vigencia de la calificación:	30 de abril de 2027[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 calificado los Titulos Mixtos que sustituyen a los anteriores certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero Campos Sustentables, manteniendo la calificación BBB-.uy de grado inversor.

En esta oportunidad se califican los Títulos Mixtos emitidos en agosto de 2026 que sustituyen a los Certificados de Participación que se encontraban en circulación a esa fecha. En consecuencia en esta oportunidad y en las posteriores actualizaciones se analizará la capacidad del proyecto de generar una rentabilidad mínima, que permita pagar al menos el interés base prometido y devolver a los beneficiarios el capital invertido en los títulos mixtos.

A modo de resumen, los aspectos salientes de la calificación original así como de sus actualizaciones, incluida la última modificación, son:

- Una construcción financiera que desde el punto de vista jurídico, ofrece las garantías necesarias tal como se apreció en el informe jurídico anexado a la calificación original[3] .

- Un diseño de gobierno corporativo que minimiza el riesgo a los inversionistas y que hasta la confección del presente informe ha funcionado en forma adecuada, disponiéndose de informes del operador y del comité de vigilancia.

- El 27 de julio de 2026 la Asamblea de Titulares con presencia del 100% de los titulares y por unanimidad aprobó la modificación y sustitución de los certificados de participación vigentes en ese momento (USD 41,15 millones) por Títulos Mixtos representativos de derechos de crédito sobre el 90% del patrimonio fiduciario y derechos de participación sobre el 10% remanente. Los Títulos Mixtos devengan un interés base del 1,5% anual lineal y un interés contingente de hasta un máximo de 5% anual lineal, calculados sobre el capital adeudado.

- La empresa administradora –Okara Limitada– ha tenido algunas dificultades en la gestión del proyecto, básicamente en lo que refiere a algunos aspectos clave del plan de negocios original, asociados a la ambientación de los campos y a la selección de arrendatarios que lleven adelante ese proceso. El administrador ha venido implementando un plan de sustitución y mejora de arrendatarios que culminó en el segundo semestre de 2025. Finalmente se incorporó un nuevo arrendatario en el bloque ganadero del mayor predio del Fideicomiso y se logró empezar con el desarrollo de la agricultura en esa área. El incumplimiento parcial de la ambientación hasta el momento, habría dificultado entre otras razones, la valorización proyectada en algunos de los campos del fideicomiso, factor fundamental para lograr una mejora en la TIR.

- El Fideicomiso adquirió originalmente 5 predios con un total de 11.860 hectáreas, un 3% superior a la previsión inicial y a un precio 2% inferior a lo presupuestado. Concretada la venta de uno de los predios en agosto de 2023, el Fideicomiso tiene en propiedad un total de 9.871 hectáreas. Los 4 predios actuales se encuentran arrendados a 6 arrendatarios diferentes en 11 contratos según el destino del uso de la tierra (ganadería, agrícola, agrícola/ganadera, arroz). Con excepción de un acotado período de vacancia en uno de los campos entre setiembre de 2019 y agosto de 2020, el Fideicomiso ha logrado mantener siempre la totalidad de los campos arrendados.

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

- La proyección financiera presentada por el operador con información real a diciembre de 2025, y proyectando los flujos hasta el fin del Fideicomiso en 2027, estima una TIR para todo el período[4] de 3,22%, y no muestra dificultades para hacer frente al interés base de los nuevos Títulos Mixtos. CARE sensibilizó el flujo suponiendo menores tasas de crecimiento en los precios de la tierra, estimando una TIR del 3,0% aunque podría ser mayor como resultado de las inversiones en riego y si se concretan mayores avances en la ambientación de los campos.

- Para 2026 se proyectan ingresos por arrendamientos por unos 1,17 millones de dólares. Este nivel de ingresos implicaría un *caprate* de 2,58% considerando los valores de última tasación (diciembre 2025) o del 3,05% si se considera el valor de compra. Estos valores serán levemente menores (-2,2%) a los del año anterior explicado en gran medida por los menores rendimientos de los cultivos de verano producto de la última sequía, y se mantienen por debajo que los esperados en el proyecto original y también luego del ajuste de 2018. La principal debilidad del Fideicomiso sigue siendo los egresos operativos altos y relativamente rígidos, que limitan la capacidad del Fideicomiso de generar fondos distribuibles.

- La tasación de los campos del Fideicomiso a diciembre de 2025, considerando el promedio simple de las dos tasaciones realizadas, estaría en el entorno de los 45,4 millones de dólares, un 18,2% por encima de los valores de compra, y un 3,3% mayor a las del año anterior[5].

- 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.

- En cuanto a las políticas públicas sectoriales, no se perciben riesgos en este sentido.

[4]. Supone que el inversor adquiere los CPs en el año cero y los mantiene hasta el fin del fideicomiso

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

I. ANTECEDENTES

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

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

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

El marco conceptual de esta calificación supone un ejercicio prospectivo por el cual se confiere una nota que califica el desempeño esperado del fideicomiso, su capacidad de generar en el tiempo utilidades, conforme al proyecto de ejecución del negocio agrícola que consiste en esencia en identificar, adquirir y arrendar inmuebles rurales subutilizados pero con alto potencial productivo y valorización en el mediano y largo plazo, mediante la aplicación de un plan de desarrollo tecnológico según las particularidades de cada inmueble, que su administración está mandatada a realizar. Se trata en este caso, luego del canje de los títulos, de una emisión con compromiso de rentabilidad fijo y un eventual retorno variable. Por tanto la nota no dependerá estrictamente del alcance de las tasas internas de retorno calculadas en el proyecto ni de los costos de oportunidad del capital de los inversores. En definitiva, la nota sigue entre otros criterios el cumplimiento del proyecto, y el logro de una rentabilidad mínima que permita el pago como mínimo del interés base y el rescate del capital invertido en los Títulos Mixtos.

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

2. Antecedentes generales y hechos salientes del período.

I. Antecedentes generales

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

- El proceso de compra fue llevado adelante según el siguiente detalle:

Cuadro 1. Cronología de compras

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

Fuente: Okara Ltda
(*) Vendido el 23/08/2023
Nota: Care dispone de la información detallada de los predios

- En la medida en que se fueron entregando los campos los mismos fueron cedidos en arrendamiento.

- Respecto del ingreso bruto total estimado por el fideicomiso para todo el período, aproximadamente un 77% correspondería a la venta de la tierra al final del proyecto, y un 23 % a los ingresos por arrendamientos.

- Se desarrolló una propuesta de ambientación para cada uno de los campos previo a su arrendamiento, en el que a partir de información cartográfica, satelital y otras, se posibilitaría a largo plazo una mejor gestión de esos establecimientos.

- En los campos Santa Rufina, El Repecho y La Rinconada, se obtuvieron inicialmente los permisos para la realización de represas y el desarrollo de sistemas de riego.

    - En Santa Rufina ya se finalizó el plan de recuperación de suelos y la DINAGUA aprobó el uso de aguas públicas por parte del Fideicomiso.
    - En La Rinconada, está autorizada la realización de tres represas (chica, mediana y grande).

- Al finalizar los contratos de arrendamientos, el operador analiza las distintas posibilidades, ya sean renovaciones o cambios de arrendatarios. Para tomar estas decisiones se tienen en cuenta el cumplimiento del plan agronómico y productivo planteado para cada campo, así como también la situación financiera en la que se encuentren los arrendatarios.

- Durante el segundo semestre de 2019 dos contratos del mayor predio del fideicomiso (6.939 has, el 58% de la superficie total) no fueron renovados, lo que implicó la necesidad de la búsqueda de una rápida solución.

- En abril de 2020 se concreta el arrendamiento de 2.763 hectáreas para la explotación agrícola por parte de una empresa vinculada al operador. Esta opción estaba prevista en el contrato de fideicomiso como explotación extraordinaria, pero requiriendo autorizaciones especiales del comité de vigilancia y de la asamblea de beneficiarios.

- A setiembre de 2020 se ocupan 350 hectáreas para la realización de arroz por dos años por parte de un productor arrocero, y el saldo, aproximadamente 3.000 hectáreas son arrendadas por 4 años a partir agosto para la explotación ganadera.

- A partir de agosto-setiembre de 2020 todos los campos propiedad de Fideicomiso pasan a estar arrendados nuevamente, no obstante esta situación generó menores ingresos para el año 2019 y 2020

- En mayo de 2021 se firmó la rescisión del contrato de arrendamiento del predio 2 de 728 hectáreas y en junio de 2021 se firmó el arrendamiento de ese campo al mismo arrendatario que desde el 1 de junio de 2020 explota el Predio 5 de 955 hectáreas. Este cambio de arrendatario fue beneficioso al mejorar la seguridad de cobro y el desarrollo de las mejoras en la ambientación.

- En abril de 2022 la Calificadora redujo ligeramente la nota al nivel actual.

- En diciembre de 2022 se realizó la primer distribución de utilidades acumuladas por USD 1.555.239.

- El 1 de junio de 2023 se firmó un nuevo contrato de arrendamiento por 2.764 hectáreas perteneciente al predio 1 de 6.939 hás con el mismo arrendatario que lo venía explotando en los últimos tres años.

- Con fecha 23 de agosto de 2023 se firmó la compraventa definitiva por la enajenación de El Repecho de 1.992 has (predio 3). El establecimiento se había comprado en USD 3.944 por hectárea y se vendió en USD 6.550 por hectárea. El precio total de compra fue USD 7.855.757 y el precio total de venta fue USD 13.046.883, por lo tanto, el resultado bruto de la venta ascendió a USD 5.191.126. La valorización de este campo fue del 7,5% acumulativo anual, razonablemente en línea con el prospecto, por lo que, al menos para este campo, se podría estar validando el modelo de negocios. En acuerdo con los beneficiarios se decidió distribuir USD 4.083.890 y realizar colocaciones financieras durante algunos meses. La distribución se efectivizó el 21 de diciembre de 2023

- A los efectos de aprovechar los beneficios por exoneraciones tributarias concedidos por la COMAP al amparo de la Ley de Inversiones, que permite exonerar el IRAE generado por las rentas del ejercicio 2023 derivadas de la actividad del Fideicomiso y principalmente de la enajenación del establecimiento El Repecho, la Asamblea de Titulares aprobó la adquisición e instalación de un equipo de riego para el establecimiento La Rinconada.

- Se adquirieron 4 pivots de riego que toman agua de la represa existente para regar unas 400 hás. El proyecto de riego no solo involucró los equipos de pívot central, sino también las obras necesarias para su normal funcionamiento (tapado de cárcavas, caminería interna, luz eléctrica, etc. hasta las bombas, etc.). El proyecto de riego incrementaría la renta percibida, así como también incrementa el valor del establecimiento por contar con un sistema que da mayor estabilidad a los rendimientos. Los equipos se encuentran instalados y en funcionamiento. Las obras de riego en el predio de La Rinconada ya se encuentran finalizadas, los equipos están instalados y en funcionamiento.

- En setiembre de 2024 se rescindió el arrendamiento del campo "El Milagro" de 1.249 hectáreas y se firmó un pastoreo con el arrendatario que estaba en el campo por 526 hectáreas ganaderas por un corto plazo y un contrato de arrendamiento agrícola (con otro arrendatario) por 713 hectáreas agrícolas por 3 años. En enero de 2025 finalizó el pastoreo en el campo "El Milagro" de 526 y se firmó un contrato de arrendamiento ganadero por esas 526 hectáreas por 3 años.

- El 30 de setiembre de 2024 la Asamblea de Beneficiarios resolvió por unanimidad habilitar el rescate anticipado de Certificados de Participación por un monto de USD 8,85 millones de dólares, quedando un remanente de USD 41,15 millones de dólares.

- En setiembre de 2025 se realizó una asamblea de beneficiarios y se resolvió autorizar el arrendamiento del bloque norte del establecimiento La Rinconada a Marcos Guigou, persona física vinculada al operador. Una vez firmada la rescisión del contrato de arrendamiento del bloque norte del predio de La Rinconada que estaba siendo explotado con ganadería extensiva y por debajo de su potencial productivo, el 7 de agosto de 2025 se firmó un nuevo contrato de arrendamiento por unas 2.850 has. El nuevo arrendatario (Marcos Guigou) ya explotaba parte de ese predio (Bloque Sur), realizando agricultura bajo riego.

- Se presentó a diciembre de 2025 la tasación anual de los establecimientos del fideicomiso que al igual que en años anteriores fue realizada por dos empresas tasadoras. Se verifica en esta oportunidad para el conjunto de los establecimientos un aumento de 3,3% respecto del año anterior, para ubicar el valor total en 45,3 millones de dólares.

II. Hechos salientes del período

- El 27 de julio de 2026 la Asamblea de Titulares con presencia del 100% de los titulares y por unanimidad aprobó la modificación y sustitución de los certificados de participación vigentes en ese momento (USD 41,15 millones) por Títulos Mixtos representativos de derechos de crédito sobre el 90% del patrimonio fiduciario y derechos de participación sobre el 10% remanente. Los Títulos Mixtos devengan un interés base del 1,5% anual lineal y un interés contingente de hasta un máximo de 5% anual lineal, calculados sobre el capital adeudado.

- El 4 de agosto de 2026 se firmó la modificación del Contrato de Fideicomiso para contemplar lo propuesto en la Asamblea y ese mismo día se firmó la Adenda y Modificación al documento de Emisión que establece los términos y condiciones de los Títulos Mixtos

- Tanto el interés base como el contingente serán pagaderos siempre que existan fondos netos distribuibles. El no pago del interés base no acarreará el incumplimiento de los TM emitidos. El incumplimiento se generará en el caso de no se pague la totalidad del interés base en tres fechas de pago consecutivas.

- En el siguiente cuadro se presenta la información relativa a los arrendamientos a devengar en 2026, los que alcanzarían a 1,17 millones de dólares.

Cuadro 2. Esquema de arrendamiento a devengar en los campos del Fideicomiso en 2026

Campos	Area	Renta a devengar		Cap Rate	
		USD/ha	Total USD	Renta/valor en 2025	Renta/ valor de compra
Predio 1	6.939	99	689.982	2,66%	2,88%
Predio 2	728	236	172.157	2,90%	4,30%
Predio 4	1.249	127	158.326	3,08%	3,73%
Predio 5	955	157	149.940	1,80%	2,45%
Total	9.871	119	1.170.405	2,58%	3,05%

Fuente: Informe del Operador

- La renta media para el 2026 sería de 119 dólares por hectárea lo que implica un caprate de 2,58% calculada sobre el valor de los campos a diciembre de 2025, fecha de la última tasación. Estos valores estarían algo por debajo de 2025 (-2,5%), y un 5,9% por debajo del ajuste realizado en 2018. Si el caprate se calcula considerando el precio de compra el valor se incrementa a 3,05%.

- El Operador sigue gestionando la deuda que aún mantiene el último arrendatario de El Repecho, que viene con algún atraso en el cumpliendo con su acuerdo de pago que culminaría en 2026/27. Hay también una deuda en el acuerdo de pago del último arrendatario agrícola del predio El Milagro y se iniciaron acciones judiciales de cobro.

- El nuevo arrendatario del bloque norte de La Rinconada, ya avanzó en la preparación de las zonas agrícolas, se continúan con los trabajos de limpieza de campos, se sembraron de verdeos de invierno y posteriormente cultivos de soja o maíz.

- Se continúa con el proceso de auditoría de los campos para relevar el avance del esquema productivo propuesto por los arrendatarios y el consecuente proyecto de desarrollo de cada campo.

3. Información analizada

La información analizada en esta ocasión fue la siguiente:

- Informes trimestrales del operador, el último a junio de 202.
- Informe del comité de vigilancia a mayo de 2026.
- 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.
- Flujo Financiero proyectado, con información a diciembre de 2025
- Acta de la Asamblea de Titulares de los tenedoras de CPs del FF Campos Sustentables del 27 de julio de 2026.
- Modificación del Contrato de Fideicomiso Financiero Campos Sustentables, firmado el 4 de Agosto de 2026
- Registro de los Valores Escriturales
- Adenda y Modificación al Documento de Emisión del Fideicomiso Financiero Campos Sustentables, firmado el 4 de agosto de 2026

II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

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

1. Descripción general

Denominación:	Fideicomiso Financiero Campos Sustentables
Fiduciario:	TRUST Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A.
Administrador:	Okara Limitada.
Agente de Registro y Pago:	TRUST Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A.
Entidad Representante:	Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay.
Cotización bursátil:	Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay.
Títulos emitidos:	Títulos Mixtos escriturales.
Activos del Fideicomiso:	Inmuebles rurales, contratos de arrendamientos, entre otros.
Moneda:	Dólares
Importe de la Emisión:	USD 41.150.000 Los Títulos Mixtos otorgan a los titulares derecho de crédito por el 90% (equivalente a USD 37.035.000) y de participación por el remanente 10% (equivalente a USD 4.115.000).
Interés	Interés base 1,5% lineal anual sobre saldos Interés contingente. Interés variables lineal anual de hasta 5%.
Plazo:	Existirán hasta la finalización del Fideicomiso (12 años desde la emisión original).
Distribuciones:	Pago de utilidades relativas a la porción de los TMque otorga derechos de participación. En cualquier fecha de pago siempre que haya Fondos netos distribuibles y se haya pagado la totalidad del Interés Base y el Interés Contingente.
Calificación de Riesgo:	BBB-.uy

2. El análisis jurídico

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

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

Realizadas las autorizaciones e inscripciones de estilo para el canje de titulos, el juicio se mantiene.

3. Riesgos considerados

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

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

III. LA ADMINISTRACIÓN

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

1. La Fiduciaria.

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

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

A continuación se exponen en los cuadros siguientes su Estado de Situación Patrimonial y de Resultados intermedios al 30 de junio de 2026 y su comparativo con periodos anteriores.

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

Concepto	30/6/2026	31/12/2025	31/12/2024
Activo	**47.360**	**47.724**	**59.777**
Activo Corriente	4.804	6.308	17.985
Activo no Corriente	42.556	41.416	41.793
Pasivo	**29.243**	**28.193**	**38.211**
Pasivo Corriente	1.299	1.266	12.021
Pasivo no Corriente	27.944	26.927	26.190
Patrimonio	**18.117**	**19.530**	**21.567**
Pasivo y Patrimonio	**47.360**	**47.724**	**59.777**
Razón Corriente	**3,70**	**4,98**	**1,50**

Fuente: EE.CC TRUST

Como puede apreciarse, mantiene un patrimonio positivo, aunque inferior al del cierre último como consecuencia de un resultado negativo según se recoge en el cuadro siguiente.

Cuadro 4: Estado de Resultados de TRUST (miles de $)			
Concepto	**30/6/2026**	**30/6/2025**	**31/12/2025**
Ingresos Operativos Netos	3.728	4.639	8.648
Ingresos Diversos	-	-	301
Ingresos Financieros	1.851	2.488	3.325
Total Ganancias	**5.579**	**7.127**	**12.274**
Gastos de Administración	(5.646)	(6.184)	(10.666)
Gastos financieros	(1.345)	(2.818)	(3.644)
Total Egresos	**(6.992)**	**(9.002)**	**(14.310)**
Resultado del periodo	**(1.413)**	**(1.875)**	**(2.036)**
Ajuste integral	,		,
Resultado Integral del Período	**(1.413)**	**(1.875)**	**(2.036)**

Fuente: EE.CC TRUST

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

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

2. OKARA SRL

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

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

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

Situación económico financiera

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

Cierra ejercicio el 31 de diciembre de cada año. De acuerdo a los EE.CC proporcionados por la firma su situación patrimonial y los resultados obtenidos no ofrecen dificultades. El último balance disponible fue al cierre del 31/12/2025.

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

3. El Fideicomiso

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

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

En los cuadros siguientes se da cuenta del estado de situación patrimonial y de resultados intermedios del Fideicomiso, al 30/06/2026.

Cuadro 5: Estado de Situación Fideicomiso (miles de USD)

Concepto	30/6/2026	31/12/2025	31/12/2024
Activo	**46.931**	**47.137**	**47.742**
Activo Corriente	7.399	7.495	7.886
Activo no Corriente	39.532	39.642	39.855
Pasivo	**398**	**521**	**901**
Pasivo Corriente	398	521	901
Pasivo no Corriente	-	-	-
Patrimonio	**46.533**	**46.616**	**46.841**
Pasivo y Patrimonio	**46.931**	**47.137**	**47.742**
Razón Corriente	**18,59**	**14,39**	**8,75**

Fuente: EE.CC Fideicomiso

En anteriores actualizaciones se dio cuenta que en noviembre de 2024 hubo un rescate de CP´s por valor de USD 8.85 millones, en consecuencia el valor de CP´s en circulación con el cual hay que comparar el patrimonio contable es de USD 41.15 millones, por lo tanto, siendo este al término del primer semestre de 2026 de USD 46.5 millones, sigue estando por encima de la emisión recibida y en circulación.

A continuación se presenta un resumen del estado de resultados al cierre del periodo señalado.

Cuadro 6: Estado de Resultados Fideicomiso (miles USD)			
Concepto	**30/6/2026**	**30/6/2025**	**31/12/2025**
Ganancias	**693**	**745**	**1.320**
Ingresos Operativos	651	657	1.196
Ingresos diversos	-	40	45
Resultados Financieros	42	48	79
Pérdidas	**(775)**	**(813)**	**(1.538)**
Gastos directos de prestación	(115)	(87)	(249)
Gastos de administración	(245)	(195)	(495)
Gastos generales	(372)	(499)	(749)
Gastos Financieros	(43)	(33)	(46)
Resultado antes de IRAE	**(83)**	**(68)**	**(219)**
IRAE	-	-	(6)
Resultado del periodo	**(83)**	**(68)**	**(224)**
Ajuste resultado periodo anterior	-	-	-
Resultado integral del periodo	**(83)**	**(68)**	**(224)**

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Los ingresos y los resultados caen respecto al periodo anterior, el análisis de la marcha de los negocios se realiza en otra sección de este informe.

Posteriormente al cierre del semestre, con fecha 4 de agosto de 2026 se resuelve una nueva modificación de contrato mediante la cual los CP´s emitidos y en circulación actualmente, es decir que tienen un valor nominal de USD 41.15 millones, se convertirán en títulos mixtos cuyo 90 % se considerará deuda devengando un interés fijo mientras que el 10 % restante será participación en el negocio. Si bien, como se da cuenta en otra sección, todos los documentos están formalizados, al momento de redactar este informe este canje no se había concretado aún, se espera ocurra antes de fin de año y sus efectos se recojan en el cierre del ejercicio en curso[6].

4. Riesgos considerados:

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

Riesgo administración, la idoneidad de la fiduciaria para la administración de esta operación no ofrece dificultades. En cuanto al operador, más allá de su reconocida aptitud para la gestión de activos agropecuarios, en este caso viene evidenciando dificultades para la implementación del plan de negocios. *Riesgo bajo*

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

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

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

[6]. El proceso de sustitución de los valores es muy reciente, por lo que aún no se ve reflejado en los estados contables a los que la Calificadora ha tenido acceso. Una vez cerrado el actual ejercicio y con el balance auditado del fideicomiso, en la próxima actualización se podrá profundizar en los efectos derivados de la sustitución de los CPs por los títulos mixtos.

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

1. Bienes fideicomitidos y aspectos descriptivos del proyecto

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

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

El proceso de compra de campos por parte del Fideicomiso finalizó en setiembre de 2017 con la adquisición de cinco establecimientos, en cinco departamentos, alcanzando una superficie de 11.863 has, cuyo precio promedio resultó en unos USD 3.882/ha. En el proyecto se había estimado un total de 11.563 has a un precio de USD 3.995. Como ya se comentara, en 2023 se vendió uno de los campos de 1.992 hectáreas, por lo que en la actualidad el fideicomiso tiene 4 establecimientos.

El portafolio actual es de 9.871 hectáreas y comprende 4.924 hectáreas destinadas a ganadería (49.88%) y 4.948 hectáreas destinadas a agricultura (50.12%).

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

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

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

Cuadro 7.- Resultados reales y esperados			
	Ingreso arrendamientos	Renta media	Caprate en %
	USD	USD/ha	Renta/valor de cada año
Proyecto original año 2013	1.931.092	167	4,2%
Ajuste realizado en 2018	1.491.967	126	3,2%
Renta devengada 2017 (*)	1.500.381	126	3,3%
Renta devengada 2018	1.463.682	123	3,2%
Renta devengada 2019	1.414.810	119	3,1%
Renta devengada 2020	1.138.227	96	2,5%
Renta devengada 2020 (*)	1.356.647	114	2,9%
Renta devengada 2021	1.426.726	120	3,1%
Renta devengada 2022	1.859.513	157	3,6%
Renta devengada 2023 (*)	1.319.405	111	2,6%
Renta devengada 2024	1.192.175	121	2,6%
Renta devengada 2025	1.196.137	121	2,6%
Renta a devengar 2026	1.170.405	119	2,6%

Fuente: CARE en base a prospecto e informes del operador
(*) Renta anualizada

El caprate promedio de los últimos 11 años fue de 2,9% para todos los campos del fideicomiso, frente al 4,2% esperado en el proyecto original, pero estaría razonablemente alineado con el ajuste del modelo financiero realizado en el año 2018.

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

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

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

En esta oportunidad, el operador presenta una actualización de la proyección financiera con datos reales a diciembre de 2025 y proyectando el flujo hasta la culminación del Fideicomiso en 2027. La proyección considera los valores de los campos a diciembre de 2025, la venta del primer predio, las distribuciones realizadas, la inversión reciente en riego y la realidad actual en cuanto a los arrendamientos. El valor de la TIR que se calcula es para todo el período y asume que el inversor adquirió los CPs en el año cero y al valor par.

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

- El valor inicial de los campos es el promedio de las tasaciones de diciembre de 2025, (agregando 1,5 millones de dólares por concepto de las inversiones en riego), e incrementándolo en un 10%.
- No considera incremento del valor de los arrendamientos (131 USD/ha), los que se mantienen constantes en los 2 años que restan.
- Incremento del precio de la tierra 6% anual, a partir de 2026. Este valor es mayor al que normalmente CARE considera para realizar sus proyecciones (3 a 4%). Aunque podría ocurrir ya que hay un predio que representa el 70% de la superficie de los campos del Fideicomiso que prácticamente no ha aumentado de precio desde su compra, y tiene un alto potencial para mejorar y recientemente se está desarrollando la agricultura (La Rinconada).

El resultado obtenido bajo estos supuestos es de 3,22%. Esta nueva TIR es sensiblemente más baja que la esperada originalmente en el Prospecto, pero es positiva y prácticamente no presenta cambios con la presentada un año atrás (3,12%).

Cuadro 8. Evolución de la TIR

Indicador	Inicial	2018	2022	2026
TIR del Proyecto	8,54%	6,00%	1,60%	3,22%

Fuente: el Operador

En el Prospecto se fundamentó la valoración esperada de la tierra considerando el plus que significa el agregarle el proceso de "ambientación"[7] Este agregado de valor en los campos seleccionados hace que los mismos cambien de destino productivo, o sea, se transformen de establecimientos básicamente ganaderos en campos con potencial agrícola, algunos de ellos con riego. Este hecho generaría que el flujo esperado de ingresos "productivos" se modifique y conlleve a una extra valorización de la hectárea.

Ello determinó que en su momento pareciera aceptable el guarismo de 8% de incremento anual de valor nominal en dólares del prospecto. Como se verá en el capítulo V en períodos de 12 años, en promedio el valor de la tierra se ha apreciado en 7,5% anual, aunque hubo períodos en que ese guarismo fue bastante menor. Hoy en día, a la luz del análisis del comportamiento de los valores de la tierra en los últimos años ese crecimiento anual parece muy optimista, incluso considerando el proceso de ambientación.

En relación a los arrendamientos, el flujo financiero original consideraba un incremento nominal de 3% anual, levemente superior a la inflación americana; no considerando movimientos en la productividad producto de las ambientaciones propuestas, ni los aumentos de productividad derivados de la propia evolución tecnológica. En este caso, con una serie más corta (26 años) el incremento anual promedio en períodos de 12 años para los arrendamientos fue de 6,7%; este valor resulta muy alto al considerar los incrementos en las rentas consecuencia de los incrementos en los precios de las commodities, el crecimiento agrícola, el desarrollo forestal, etc. Desde la fecha en que fue presentado el prospecto (2013) hasta el año 2025, los valores medios de los arrendamientos relevados por DIEA han caído un 20%, lo que está en línea con el comportamiento de las rentas obtenidas por el fideicomiso.

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

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

3. Generación de Flujos y Sensibilización

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

Tomando en cuenta el valor de los campos a diciembre 2025, la posible evolución de los precios esperada de los campos, y algunas alternativas de variación en el valor de los arrendamientos, CARE recalculó la TIR, suponiendo diversas situaciones.

Se consideraron incrementos menores al considerado por el operador para el valor de la tierra a partir de 2026 y hasta la finalización del fideicomiso. Para CARE el incremento anual del precio de la tierra debería contemplar la inflación americana para el largo plazo (2%) más el incremento en la productividad de la tierra (aproximadamente un 1-2%), por tal motivo el incremento de largo plazo en el precio de la tierra debería ubicarse entre un 3 y un 4%; como ya fuera comentado, en este caso podría ser mayor, habida cuenta del proceso de ambientación y de la valorización que podría ocurrir en el predio de la Rinconada.

Respecto del valor esperado para las rentas se supuso en un escenario más probable una renta de 131 dólares por hectárea (la considera por el Operador), considerando también un escenario con un 10% superior y otro con un 10% menor. En el siguiente cuadro se presenta la sensibilización de los flujos considerando valorizaciones mayores y menores en los precios de la tierra y en el valor de las rentas.

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

Tasa de evolución del precio tierra a partir de 2026	Valor medio de los arrendamientos (USD/ha)		
	118	**131**	**145**
3%	2,9%	2,9%	2,9%
4%	3,0%	**3,0%**	3,0%
6%	3,2%	3,2%	3,2%

Fuente: CARE en base al modelo financiero del operador

La nueva TIR estimada para el escenario que contempla los criterios de la calificadora sería de 3,07%, sigue siendo positiva y refiere a un escenario tendencial, desconociendo los efectos futuros sobre el aumento de precios derivados de la mejora en los campos (ambientación, transformación agrícola, riego, etc.). Dado que quedan solamente dos años para la finalización del fideicomiso no cabría esperar grandes variaciones.

En una situación extrema en la que los valores de los campos se mantuvieran incambiados en los precios hasta la finalización del fideicomiso en 2027, la TIR del inversor sería de 2,05%, una rentabilidad mínima pero positiva.

Como ya fuera analizado en profundidad, el valor final de los campos es un componente muy importante de la rentabilidad final del proyecto, por lo que la evolución de este indicador se deberá seguir con la debida atención en futuras actualizaciones.

Particular atención hay que darle al predio de mayor tamaño, ya que éste es ahora el 70% de la superficie total del fideicomiso y es el que menos ha aumentado desde la compra, un 8,1% según las tasaciones. Si se considera que se han invertidp 1,5 millones de dólares en riego y que además desde el segundo semestre de 2025 toda su potencial área agrícola pasó a ser explotada, podría suponerse que el precio en el corto plazo logre ajustarse al alza y en consecuencia mejorar la TIR.

En el siguiente cuadro se muestra un resumen de las proyecciones de los proximos dos años a los efectos de evaluar las posibilidades de pago de los intereses por el componente deuda de los títulos mixtos.

Cuadro 10. Flujo de Fondos proyectado

Concepto	2025	2026	2027
Arrendamientos	1.196.137	1.297.664	1.297.664
Otros Ingresos	78.270	142.733	168.849
Total Ingresos	**1.274.407**	**1.440.396**	**1.466.513**
Operador	(243.014)	(273.125)	(276.536)
Gastos del FF	(288.737)	(266.476)	(269.853)
Gastos operativos	(63.841)	(73.985)	(74.836)
Intereses TM	-	(138.881)	(555.525)
Impuestos	(672.973)	(281.725)	(246.599)
Total Egresos	**(1.268.565)**	**(1.034.192)**	**(1.423.348)**
Resultado Neto	**5.841**	**406.204**	**43.164**

Fuente: CARE en base al modelo financiero del operador

Como se puede observar, los resultados esperados del Fideicomiso para los próximos dos años permitirían cubrir los compromisos asumidos por concepto del interés base de los Títulos Mixtos.

Las Tasas Internas de Retorno proyectadas consideran todo el período del proyecto por lo que se estaría estimando la rentabilidad para un inversor que aportó el capital al comienzo del proyecto y se mantiene hasta el final. Los inversores integraron el capital en el año 2015 y en aquel momento a título de ejemplo, el rendimiento de los Treasury Bonds a 10 años de EEUU se ubicaba en 2,30% mientras que el rendimiento de los bonos de Uruguay a 12 años se ubicaba entre 4,85 y 4,95%.

Se recuerda que esta a partir del cambio de títulos pasó a ser una emisión con compromiso de rentabilidad fijo, por lo 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. Estos análisis deben considerarse a los efectos de cualquier decisión como un punto de vista a tener en cuenta entre otros por parte del inversor.

4. Tasación de la Tierra

En diciembre de 2025 se presentó la tasación anual de los campos del fideicomiso. Al igual que en años anteriores se realizaron dos tasaciones de los

distintos establecimientos por parte de dos empresas independientes. El valor considerado por la calificadora para la construcción del cuadro fue el promedio simple de las tasaciones realizadas a cada campo.

En el siguiente cuadro se presentan los valores obtenidos y se comparan con los del año anterior. Se consideran solamente los 4 campos que al 31 de diciembre de 2025 estaban dentro del patrimonio del Fideicomiso.

Cuadro 11. Tasación de los campos en dólares por hectárea

Establecimiento	Precio de Compra	Tasación Dic. 2024	Tasación Dic. 2025	Variación 2025/2024	Variación 2025/compra
Predio 1	3.453	3.617	3.732	3,2%	8,1%
Predio 2	5.500	7.907	8.165	3,3%	48,4%
Predio 4	3.400	4.013	4.122	2,7%	21,2%
Predio 5	6.400	8.368	8.703	4,0%	36,0%
Total	**3.882**	**4.443**	**4.589**	**3,3%**	**18,2%**

Fuente: CARE en base a informes de Tasaciones

El monto total del valor de los campos según las tasaciones realizadas fue de 45,30 millones de dólares, cifra un 3,3% superior a la del año anterior, para esos mismos campos.

Todos los campos estan tasados a diciembre de 2025 por encima de sus valores de compra, pero el incremento logrado es muy diferente según el predio. Las tasas anuales de crecimiento varían entre 0,9 y 4,5% según el campo y para el promedio de los campos la tasa anual de aumento de precio ha sido de apenas el 1,9%. Es importante tener presente que el predio de mayor área, que en la actualidad representa el 70% de la superfiecie total del Fideicomiso, es el que menos ha aumentado de valor.

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

Riesgos considerados:

Riesgo de generación de flujos. A partir de lo anterior se trata de señalar la capacidad de generar los flujos en el plazo pactado. Considerando el modelo de negocios planteado en el Proyecto además el permanente seguimiento que se hace al cumplimiento en plazo y forma por CARE de los compromisos de arrendamiento, se considera que existe un riesgo medio bajo y posible de ser controlado a tiempo de generación de los flujos. *Riesgo medio bajo.*

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

V. EL ENTORNO

El análisis de entorno refiere a la evaluación de factores futuros que pueden afectar la generación de los flujos propuestos, pero que derivan de circunstancias ajenas a la empresa y refieren al marco general. Tienen que ver con la evolución esperada de los mercados interno o internacional de insumos, productos y bienes, así como con el análisis de políticas públicas capaces de incidir directamente en el cumplimiento de los objetivos planteados. Por políticas públicas se entiende no solo las domésticas sino las de los países con los que existe comercio.

Existe evidencia y razones fundadas para sostener el crecimiento a largo plazo del precio de la tierra, como consecuencia del aumento en la demanda de alimentos 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.

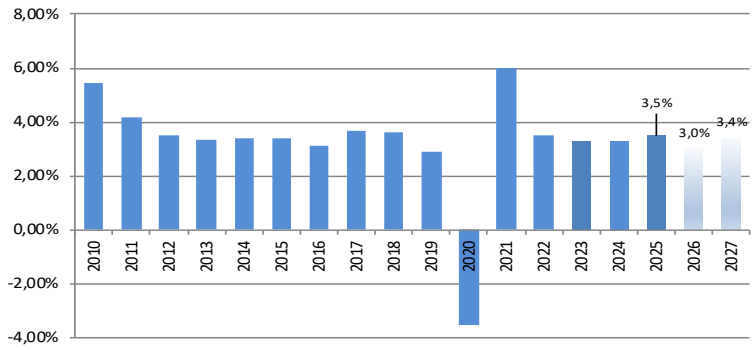
La actual coyuntura geopolítica, de no tener una pronta solución, podría contribuir a generar distorsiones adicionales sobre los mercados agrícolas. Los conflictos bélicos pueden generar disrupciones en el comercio internacional, caracterizadas por el aumento de costos logísticos, volatilidad de precios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

El comportamiento esperado de los precios de los productos agrícolas afecta el resultado de la inversión, aunque en menor proporción que los precios de la tierra. Los ingresos provenientes de los arrendamientos y aparcería durante todo el período del proyecto explican aproximadamente el 23% de los retornos de la inversión

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.



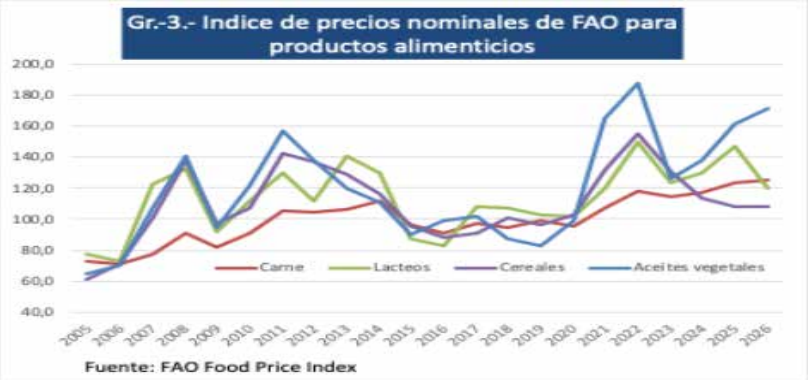
Los precios de los alimentos mostraron un fuerte aumento en sus valores a partir de 2005 y hasta el 2013, producto de una serie de factores que contribuyeron a generar un shock de demanda, como ser, el incremento de los ingresos per cápita de China, una mayor apertura y desregulación de los mercados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

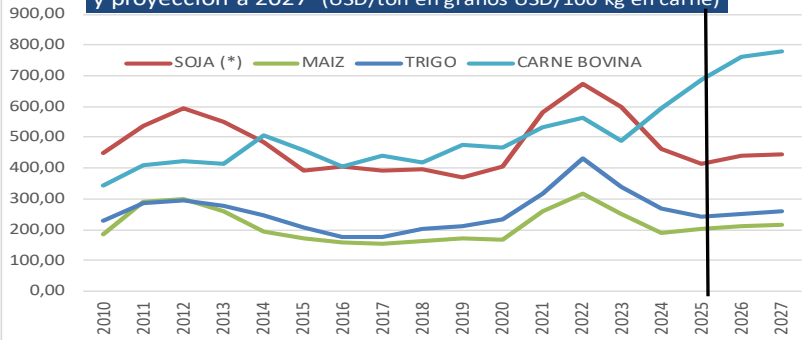
En la siguiente gráfica se presenta la evolución de los precios internacionales de los últimos años según el Banco Mundial[9] en la que se observa la evolución reciente de precios comentada y una proyección al 2027.

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 %.

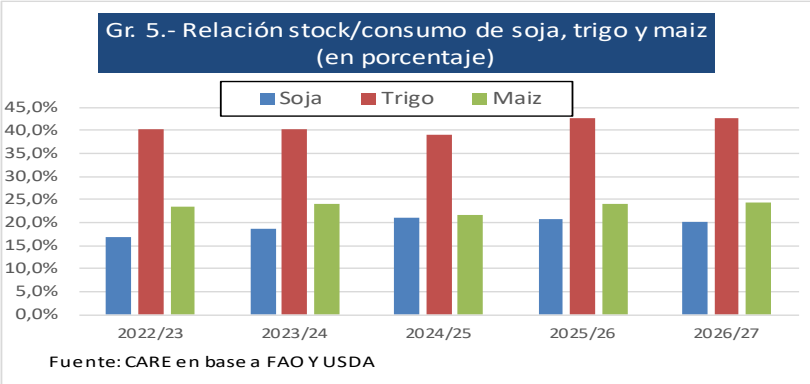
Para el caso de las semillas oleaginosas, el último informe del USDA[11] estima para la zafra 2026/27 una producción mundial de 721,0 millones de toneladas, un 2,9% más que la zafra anterior, de las cuales más del 60% de la producción es de soja.

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

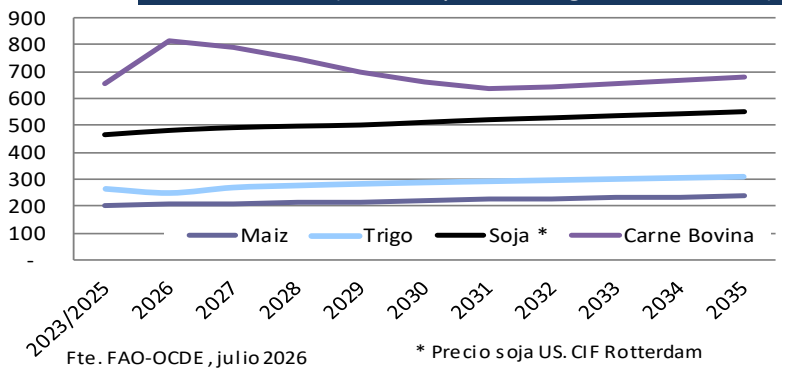
[12]. Perspectivas Agrícolas FAO-OCDE 2026-2035 (julio de 2026); USDA Agricultural Projections to 2035 (febrero 2026); Banco Mundial-Commodity Prices (Agosto 2026) y FAO- Indice de Precios de los Alimentos.

sostenible y cerrar brechas tecnológicas para reducir o ralentizar las emisiones, garantizando la seguridad alimentaria.

- 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)



Fte. FAO-OCDE , julio 2026

* Precio soja US. CIF Rotterdam

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 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 12. 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.

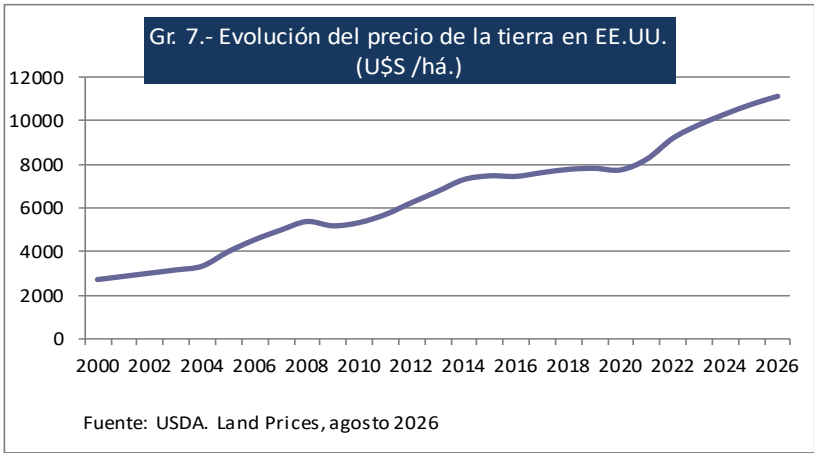
En lo que respecta al precio de la tierra en Estados Unidos, en lo que va del siglo XXI se observa una continua fase ascendente, con alguna excepción (2009 y 2015) en donde se verificaron mínimas reducciones, pero que no modifican la tendencia. El precio en Estados Unidos cayó únicamente en los primeros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

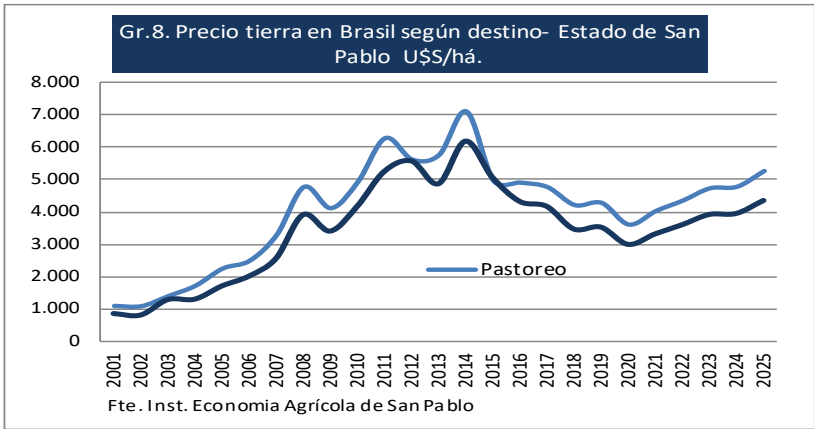
Cuadro 13. Precio de la tierra regada y no regada en el Corn Belt de EEUU (USD/ha)

	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).

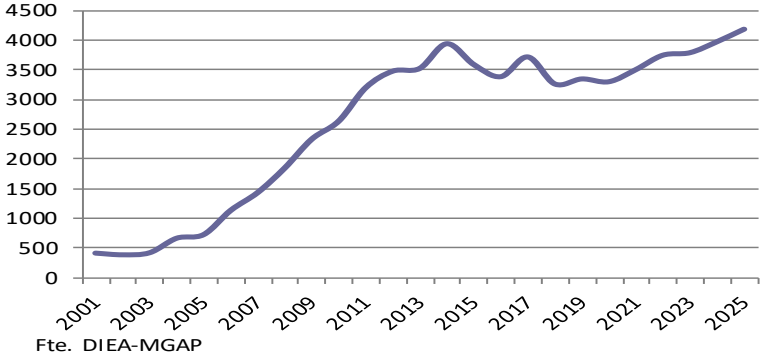
El mercado de campos en Argentina mantiene su atractivo, respaldado por la firmeza en la demanda, la diversificación de intereses y un entorno macroeconómico que, si se consolida, podría fortalecer aún más la ponderación de los activos rurales. La clave parece estar en garantizar la previsibilidad jurídica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

La valorización del precio de la tierra es un componente muy importante de ingreso final del fideicomiso (77%) por lo que lo que finalmente ocurra con su comportamiento tendrá una contribución sustancial con el retorno final de la inversión. El modelo financiero supuso una valorización acumulativa anual de un 6% (en dólares corrientes) desde 2025 y hasta la finalización del Fideicomiso en 2027 por lo que resulta importante conocer que ha sucedido en el pasado como forma de tener una cierta aproximación con lo que pueda ocurrir en el futuro.

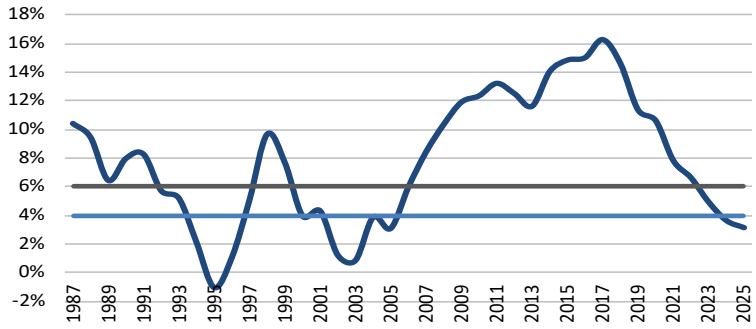
Para ello CARE analizó con la información de los precios de la tierra (en dólares corrientes) de una serie de más de 50 años (1970 a 2025) la variación anual en períodos de 12, en donde se observa lo siguiente:

- 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 24 años (un 55%) en donde el aumento acumulativo anual en periodos de 12 años es menor al 8%, y 14 años en donde es menor al 4% valor sobre el que CARE recalculó la TIR.
- Actualmente, el precio de la tierra se encuentra un 18,7% por encima del 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 ambientación o cambio de destino en el uso de la tierra, por lo que este comportamiento no debería trasladarse en forma lineal a las tierras de este fideicomiso, sino solamente considerarlo como una información adicional. Finalmente, como ya se informara el contrato de fideicomiso considera la posibilidad de extender el plazo por hasta tres años más, pudiéndose evitar de esta forma que se deba vender en una coyuntura muy desfavorable.

[14]. SERAGRO, Agroclaro, Consur y operadores privados

Gráfica 11. Evolución de a tasa de valorización anual del precio de la tierra en períodos de 15 años



Fuente: CARE en base a DIEA-MGAP

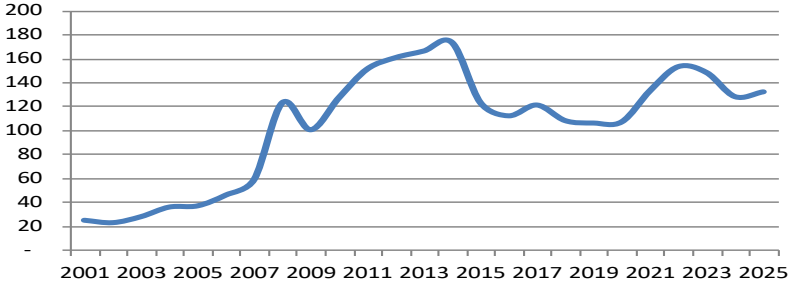
CARE entiende que si bien cabe esperar para el mediano y largo plazo aumentos sostenidos en los precios de la tierra, éstos no serían de similar magnitud que el pasado. Muy probablemente los aumentos de precios compensarán la inflación histórica de Estados Unidos, más un pequeño componente por incremento 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.

Gráfica 12.- Precios de los arrendamientos en Uruguay (dólares/há)



Fte. Elaborado en base a DIEA-MGAP

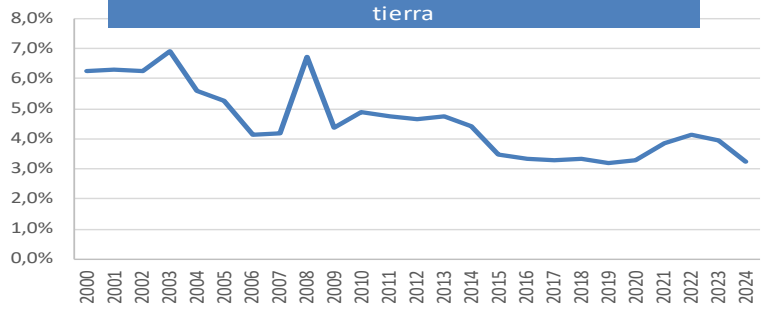
A pesar de los incrementos en el valor de las rentas durante el último ciclo agrícola, éstas no alcanzaron los valores del anterior pico de precios (2012-2014).

Cuadro 14. 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.

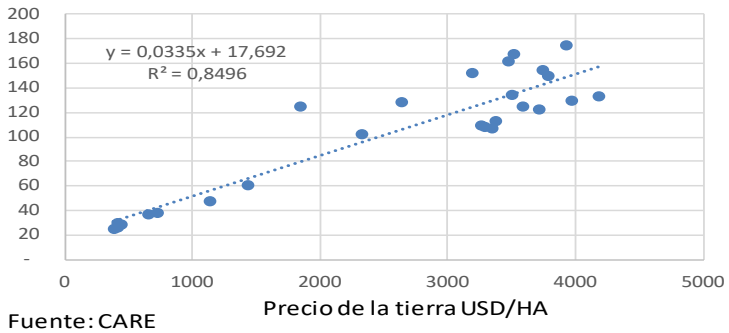
Gráfico 13. Tasa de valorización caprate según precio promedio de arrendamientos y precio promedio de la tierra



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: CARE

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

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

Comité de Calificación







Ing. Agr. Adrían Tambler

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