CARE
CALIFICADORA DE RIESGO

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

Montevideo, noviembre de 2026

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

4		RESUMEN GENERAL
7	I	INTRODUCCIÓN
14	II	EL FIDEICOMISO Y LOS TITULOS DE PARTICIPACION
16	III	LA ADMINISTRACION
21	IV	EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO DE FONDOS
27	V	EL ENTORNO
42	VI	CALIFICACIÓN DE RIESGO

Actualización de la Calificación de Oferta Pública
12 - noviembre - 2026

Denominación:	Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas II
Fiduciario:	TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A.
Fideicomitente/Agente/Aparcero:	Bearing Agro S.A.
Entidad Registrante y Agente de Pago:	TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A.
Plazo del Fideicomiso:	15 años prorrogable por tres más.
Entidad Representante:	Bolsa de Valores de Montevideo.
Títulos emitidos:	Certificados de participación escriturales
Moneda:	Dólares americanos
Fecha de Emisión:	28 de diciembre de 2018.
Importe emitido:	USD 144.375.000 (ciento cuarenta y cuatro millones trescientos setenta y cinco mil dólares).
Distribuciones:	Bianuales, cuando corresponda.
Activos del Fideicomiso:	Inmuebles rurales, infraestructura de riego, arrendamientos, entre otros.
Calificación de Riesgo:	BBB.uy
Comité de Calificación:	Julio Preve, Adrián Tambler y Martín Durán.
Vigencia de la Calificación:	30 de abril de 2027[1] .
Manual utilizado;	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros[2] .

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

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

Resumen General

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

El objeto de la emisión fue la obtención de recursos para la compra de predios productivos en los que se invirtió en riego para la producción, principalmente agrícola, generando rentas a través de contratos de aparcería con el aparcero (Bearing Agro S.A.).

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

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

- De modo especial se evalúa la capacidad de gestión del agente/aparcero, Bearing Agro que resulta crucial para el proyecto y pondera de modo significativo en la calificación. La empresa viene mostrando capacidad de llevar adelante el proyecto y los avances logrados están razonablemente alineados con el plan de negocios propuesto. Asimismo, ejecuta un emprendimiento de las mismas características que éste, a través del Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas, que también viene siendo calificado por CARE con nota de grado inversor.

- Un negocio que desde el punto de vista económico-financiero para el inversor soportó los stresses ajenos al negocio a los que razonablemente la emisora y la calificadora sometieron al proyecto en la calificación original. La última actualización del flujo financiero presentada por el operador con información real hasta el 31 de diciembre de 2025, proyectó una TIR del 9,1% para el inversor. CARE sensibilizó el flujo con los criterios que generalmente considera para hacer proyecciones de largo plazo, estimando una TIR para el inversor de entre 6,6 y 6,7%, valor que resulta menor a la calculada por el operador, pero se mantiene en rangos aceptables para la calificadora.

- Se trata de un proyecto que desde el punto de vista físico y económico supera en el mismo sentido que en el punto anterior, diversas pruebas; y que al mismo tiempo se destaca por el nivel de cobertura de múltiples variables consideradas. Se señala entre otras cosas la virtual ausencia de vacancia en la explotación de los campos por la forma en la cual está diseñado, y el establecimiento de una renta mínima que opera en situaciones de muy baja producción.

- Se destaca la alineación de incentivos entre el Fideicomiso y el agente/aparcero ya que éste último se comprometió a mantener una participación en el patrimonio del fideicomiso por 5.625.000 dólares, no pudiendo enajenar sus Certificados de Participación sin la autorización de los beneficiarios mayoritarios; si se autoriza a transferirlos a sus accionistas[4] .

[3]. Ver www.care.com.uy

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

- El Fideicomiso ha adquirido un total de aproximadamente 19.000 hectáreas en 6 establecimientos, unas mil hectáreas por debajo de lo establecido en el prospecto (-5%). Las inversiones en riego se encuentran operando normalmente en todos los predios, los que están siendo explotados en su área agrícola por Bearing Agro. La evolución de las áreas explotadas por el operador ha sido más lenta que lo previsto en el prospecto, lo que se explica por la demora en la entrega de algunos campos. Estos desvíos ya están considerados en el flujo financiero que se analiza.

- En la campaña agrícola 25/26 se sembraron unas 1.400 hectáreas de cultivos de invierno (colza, carinata y semilleros de avena) y unas 8.200 hectáreas de cultivos de verano (maiz y soja). Para el caso de los cultivos de verano la sequía afectó en gran medida a los rendimientos de los cultivos de secano, principalmente soja. Para la zafra 26/27 ya se sembraron unas 1.560 has de colza y en verano se terminarán sembrarando unas 3.250 hectáreas de maiz y 4.900 has de soja. Las áreas ganaderas y forestales siguen arrendadas por los mismos productores con contratos a largo plazo. El ingreso del Fideicomiso por concepto de rentas agrícolas de la zafra 25/26, se ubicó en algo más de 3 millones de dólares y se estima que para la actual zafra (26/27), las rentas agrícolas se podrían ubicar en una cifra muy similar (estos valores no consideran las rentas ganaderas y forestales).

- En marzo de 2026, se llevó a cabo la última distribución de dividendos del Fideicomiso por 1,2 millones de dólares, monto que sumado a las anteriores distribuciones alcanza a la cifra de 14,2 millones de dólares.

- A diciembre de 2025 se presentó la última tasación anual de los 6 establecimientos del fideicomiso. El monto total de los campos y sus mejoras en riego asciende a los 180,5 millones de dólares, representando ello un aumento de un 2,5% con relación al año anterior. La evolución del precio de la tierra y mejoras de los campos del Fideicomiso ha venido aumentando en un 4,0% acumulativo anual, que si bien es menor al valor previsto en el prospecto original, es levemente mayor al verificado para el valor medio de la tierra en país, durante el período transcurrido desde la compra y hasta 2025 (3,8%).

- 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. Sin embargo, 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.

- Más allá de este comportamiento relativamente previsible para el mediano plazo, el mercado se seguirá caracterizando por mostrar una alta volatilidad, con precios muy dependientes de los vaivenes de la oferta y demanda, el clima, la política comercial y la economía mundial. Los conflictos bélicos recientes muy probablemente también tendrán en el corto plazo efectos sobre los precios y su volatilidad.

- 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.

I. INTRODUCCIÓN

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

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

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

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

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

2. Antecedentes generales y hechos salientes del período.

Antecedentes generales

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

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

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

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

El contrato de Fideicomiso prevé pagos mínimos agrícolas del aparcero. Este pago mínimo es el equivalente en dinero al precio de 600 kilos de soja por hectárea efectivamente explotada con dicho grano por año agrícola y a 1.200 kilos de maíz por hectárea para el caso del área explotada con ese cultivo (en ambos casos el precio a considerar por el grano es "bruto", no se consideran los eventuales costos de comercialización). Respecto de la actividad pecuaria, es de aplicación un pago mínimo ganadero, a ser acordado entre el Fiduciario y el aparcero, en base a la opinión del Comité de Vigilancia.

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

Respecto del ingreso bruto total estimado, un 76% correspondería aproximadamente a la venta de la tierra al final del proyecto, y un 24 % a los ingresos por aparcería. La tasa interna de retorno estimada en el modelo original era del 9,3%.

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

El Fideicomiso firmó en el año 2019 un contrato de arrendamiento forestal con Montes del Plata (Eufores S.A.) para el arrendamiento de aproximadamente 3.110 hectáreas aptas para forestación. El precio del arrendamiento inicial fue de USD 150 por hectárea efectiva arrendada por año, ajustándose anualmente en base a la evolución del precio internacional de la celulosa.

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

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

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

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

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

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

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

- El fiduciario podrá otorgar derechos de usufructo -incluso gratuitos- en forma directa a favor de terceros, con la recomendación del operador y el comité de vigilancia, siempre que se encuadre dentro de un proceso de compra de un nuevo predio.
- El fiduciario podrá dentro de un proceso de compra de un predio, tomarlo en arrendamiento o comodato para que integren el patrimonio fiduciario, siempre y cuando pueda subarrendarlo, firmar contratos de aparcería, cumpliendo con el normal desarrollo del plan de negocios.

- Las servidumbres mineras no serán impedimentos para la compra de un predio, siempre que el operador y el comité de vigilancia entiendan que ello no impide el normal desarrollo del plan.

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

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

El prospecto del fideicomiso proyectaba la adquisición 20.079 hectáreas de campos a un valor de USD 6.210 por hectárea. Finalmente se adquirieron 19.025 y el precio promedio de compra fue de a USD 5.963 por ha, levemente por debajo de lo proyectado, como consecuencia de la adquisición de campos con una mayor área de aptitud forestal y por consiguiente, a un menor precio del previsto en el prospecto original. El aumento del área forestal fue definido en conjunto con el Comité de Vigilancia en función a las buenas tasas de retorno prevista para los campos adquiridos.

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

Cuadro 1: Uso del suelo (prospecto vs real)

	Prospecto		Real al 31/12/2025		Diferencia real-prospecto	
Area	**Hectáreas**	**Porcentaje**	**Hectáreas**	**Porcentaje**	**Hectáreas**	**Porcentaje**
Agricultura bajo riego	7.978	40%	5.820	31%	(2.158)	-27%
Agricultura de secano	3.769	19%	2.386	13%	(1.383)	-37%
Ganadería	3.433	17%	4.473	24%	1.040	30%
Forestación	1.718	9%	4.027	21%	2.309	134%
Caminos, reservas, etc.	3.181	16%	2.319	12%	(862)	-27%
TOTAL	**20.079**	**100%**	**19.025**	**100%**	**(1.054)**	**-5%**

Fuente: El Operador

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

En setiembre de 2022 se realizó la primer distribución de fondos del Fideicomiso a los inversores por 3,1 millones de dólares. Al 31 de diciembre de 2025 se llevaban distribuidos un total de 13 millones de dólares.

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

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

El contrato de fideicomiso habilita a que el fideicomiso pueda endeudarse en hasta un 30% de los activos que integren el patrimonio fiduciario, por el momento se ha decidido no asumir endeudamiento.

A partir de la campaña 24/25, se incorporaron a la producción agrícola bajo la explotación de Bearing Agro las áreas bajo riego de los campos de Santa Emilia y Daca, luego de finalizadas las obras y la puesta en marcha de los equipos de riego.

En marzo 2024 se analizó y aprobó por parte del Fideicomiso la inversión en 12 plantas fotovoltaicas de paneles solares a ser construidas en tres de los predios por Bearing Agro. La inversión aprobada fue por 1.650.000 US$ y la empresa a cargo del suministro de los materiales y construcción de los parques fotovoltaicos fue Ergy. El armado de los equipos comenzó en el primer semestre de 2025 y las inversiones se realizaron en los establecimientos Selva Negra, Monzón y Sauce viejo.

A diciembre de 2025 se presentó la tasación anual de los campos y mejoras del Fideicomiso, mostrando un aumento del 2,5% respecto del año anterior. El valor de la tierra muestra un aumento del 3,9%, y las mejoras una reducción del 3,8%, El valor de los campos y mejoras, según esa tasación, era de 180,5 millones de dólares, y se mantiene por encima de la emisión.

Hechos salientes del período

- Culminada la campaña 25/26, los ingresos por concepto de aparcerías realizadas por el operador alcanzaron a los 2,75 millones de dólares. A ese valor hay que sumarle rentas agrícolas realizadas por un arrendatario (291 mil dólares) y las rentas por las áreas arrendadas a ganadería y forestación (aproximadamente 1,4 millones de dólares).

Cuadro 2: Resultados finales de la zafra 25/26 de Bearing Agro y rentas del Fideicomiso

Cultivo	Hás	Rendimiento tt/ha	Producción Toneladas	Renta Agrícola USD
Colza	1.348	1,97	2.655	69.797
Avena	151	1,66	250	25.875
Carinata	55	2,16	119	9.029
Subtotal cultivos invierno	**1.403**		**3.024**	**104.701**
Soja	4.909	2,12	10.387	881.676
Maiz	3.298	9,96	32.837	1.765.732
Subtotal cultivos verano	**8.207**		**43.224**	**2.647.408**
TOTAL				**2.752.109**

Fuente: El operador y comité de vigilancia
Renta de terceros por cultivos de verano USD 291.040

- En la zafra de invierno 25/26, el operador sembró unas 1400 hectáreas entre colza, carinata y semilleros de avena, alcanzando rendimientos en línea con el presupuesto y generando márgenes positivos que se distribuyeron entre el operador y el fideicomiso en partes iguales; como estaba acordado para los cultivos de invierno.

- En la zafra de verano 25/26 se sembraron unas 4.900 hás de soja y 3.300 de maíz. Los rendimientos fueron buenos para los cultivos regados ya que existió una buena disponibilidad de agua, sin embargo los cultivos de secano (principalmente soja) estuvieron muy afectados por la falta de lluvia de los meses de enero y febrero, mostrando fuertes pérdidas de productividad.

- El ingreso percibido por parte del fideicomiso es en el caso de los cultivos de verano fue el 23% de lo producido. Las rentas variables estimadas en base a los rendimientos y precios logrados, fueron para los cultivos de verano superiores a los estimados a través de la renta base, por lo que no operó a pesar de la sequía la garantía del pago mínimo.

- Para la actual zafra 26/27, el operador ya sembró unas 1.560 hectáreas de colza, e informa que los cultivos presentan buena condición en todos los predios y se espera comenzar con las cosecha en el mes de noviembre

- Para la temporada de verano 26/27, el operador volvería a realizar la habitual rotación de 50% del área bajo riego sembrada con soja y el restante 50% con maíz. Se sembrarían en total unas 8.150 hectáreas de cultivos de verano, unas 3.250 de maíz (88% bajo riego) y unas 4.900 hectáreas de soja (59% bajo riego). Los ingresos para el Fideicomiso, por concepto de la agricultura realizada por el operador sería del entorno de los 3,0 millones de dólares.

Cuadro 3: Area proyectada de Bearing Agro para la zafra 26/27 y rentas estimadas.

Cultivo	Hás	Rendimiento tt/ha	Producción Toneladas	Renta Agrícola estimada USD
Colza	1.561	1,80	2.809	153.729
Subtotal cultivos invierno	**1.561**		**2.809**	**153.729**
Maiz con riego	2.860	11,50	32.890	1.512.940
Maiz secano	396	6,50	2.574	118.404
Soja con riego	2.900	3,60	10.440	840.420
Soja secano	1.996	2,50	4.990	401.695
Subtotal cultivos verano	**8.152**		**50.894**	**2.873.459**
TOTAL				**3.027.188**

Fuente: El operador, comité de vigilancia y estimacioes propias

- Las áreas ganaderas y forestales continúan arrendadas con contratos a largo plazo, que están fijados en kilos de carne (ganadería) y en el caso de los forestales fueron fijados en dólares con ajuste según evolución de precio internacional de la pulpa de celulosa. Para este ejercicio el ingreso esperado para el fideicomiso por las rentas ganaderas y forestales sería de unos 1,45 millones de dólares.

- Considerando la totalidad de los predios, las rentas agrícolas de las aparcerías, las rentas ganaderas y las forestales, los ingresos del Fideicomiso por concepto de rentas totales del ejercicio 26/27 (considerando invierno y verano 26/27) alcanzarían a 4,7 millones de dólares. Esto estaría determinando un caprate de 3,3% considerando el precio de compra de la tierra más la inversión en riego; o de 2,6% considerando el valor de las tasaciones a diciembre 2025).

- El 13 de febrero a solicitud de los beneficiarios se aprobó una distribución de utilidades de 1.2 millones de dólares que se hizo efectiva en marzo.

- A la fecha de la realización de este informe el Fideicomiso aún no había decidido la distribución de nuevos dividendos. El operador estima que la distribución se ubicaría en el entorno de los 3 millones de dólares.

3. Información analizada

La información analizada fue la siguiente:

- Información de carácter general y sectorial, de fuentes nacionales e internacionales, citadas en la realización de las Secciones IV y V, como notas al pie.
- Informe del aparcero al primer semestre de 2026 (octubre 2026)
- Informes del Comité de Vigilancia Nos 3, 6, 7 y 8.
- Estados Contables intermedios del Fiduciario al 30/06/2026.
- Estados Contables intermedios del Fideicomiso al 30/06/2026.
- Estados Contables al 30/6/2026 de Bearing Agro.

II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

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

1. Descripción general

Denominación:	Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas II.
Fiduciario:	TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A.
Operador/ Aparcero:	Bearing Agro S.A.
Agente de Registro y Pago:	TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A.
Entidad Representante:	Bolsa de Valores de Montevideo.
Cotización bursátil:	Bolsa de Valores de Montevideo
Plazo del Fideicomiso	Quince años, prorrogable por tres más.
Títulos emitidos:	Certificados de participación
Activos del Fideicomiso:	Inmuebles rurales, infraestructura de riego, aparcería, entre otros.
Moneda:	Dólares
Importe de la Emisión:	USD 144.375.000.
Distribuciones:	Anuales. Cuando corresponda.
Calificación de Riesgo:	BBB.uy

2. El análisis jurídico

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

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

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

3. Riesgos considerados

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

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

III. LA ADMINISTRACIÓN

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

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

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

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

TMF Uruguay

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

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

Un resumen de los principales rubros del estado de situación y resultados al cierre del primer semestre de 2026 y su comparativo con cierres anteriores se presenta en los cuadros siguientes.

Cuadro 4: Estado de Situación (en miles de $)			
Concepto	**30/6/2026**	**31/12/2025**	**31/12/2024**
Activo	**185.613**	**169.127**	**166.002**
Activo Corriente	54.605	41.633	27.197
Activo no Corriente	131.008	127.494	138.805
Pasivo	**153.905**	**140.694**	**138.589**
Pasivo Corriente	42.745	32.515	18.881
Pasivo no Corriente	111.159	108.179	119.709
Patrimonio	**31.708**	**28.433**	**27.412**
Pasivo y Patrimonio	**185.613**	**169.127**	**166.002**
Razón Corriente	**1,28**	**1,28**	**1,44**

Fuente: EE.CC TMF

Cuadro 5: Estado de Resultados (en miles de $)			
Concepto	**30/6/2026**	**30/6/2025**	**31/12/2025**
Ingresos operativos	19.976	20.709	39.675
Costo Servicios Prestados	(3.859)	(4.844)	(9.507)
Resultado Bruto	**16.118**	**15.865**	**30.168**
Gastos Administración y Vtas.	(8.001)	(5.752)	(13.531)
Resultado Operativo	**8.117**	**10.113**	**16.637**
Resultado Financiero	(3.713)	(7.043)	(11.860)
Otros	1.018		
Resultados antes de IRAE	**5.421**	**3.070**	**4.777**
IRAE	(2.147)	-	(3.756)
Resultado del Periodo	**3.275**	**3.070**	**1.021**

Fuente: EE.CC TMF

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

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

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

2. Bearing Agro S.A.

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

a informantes calificados, y visitas realizadas oportunamente, tanto del Comité de Calificación como del técnico contratado a estos efectos., pero fundamentalmente a través de la experiencia de haber calificado esta y otra operación totalmente análoga a ésta. Ambos, hasta la fecha, vienen cumpliendo satisfactoriamente con su plan de negocio.

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

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

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

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

Situación económico financiera

La firma cierra ejercicio el 30 de junio de cada año siguiendo la lógica de los ejercicios agropecuarios. El último balance que CARE tuvo a la vista corresponde al ejercicio cerrado el 30/6/2026 con informe de auditoría. De su lectura nada hace suponer que la firma no esté en condiciones de cumplir con las obligaciones que suponen la gestión de esta operación.

3. El Fideicomiso

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

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

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

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

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

En los cuadros siguientes se informa resumidamente los EE.CC intermedios del Fideicomiso al 30/06/2026 y su comparativo con periodos anteriores.

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

Concepto	30/6/2026	31/12/2025	31/12/2024
Activo	**187.799**	**188.758**	**182.535**
Activo Corriente	4.503	5.616	4.952
Activo no Corriente	183.296	183.142	177.583
Pasivo	**1.524**	**2.469**	**7.567**
Pasivo Corriente	1.524	2.469	3.126
Pasivo no Corriente	-	-	4.441
Patrimonio	**186.275**	**186.289**	**174.968**
Pasivo y Patrimonio	**187.799**	**188.758**	**182.535**
Razón Corriente	**2,95**	**2,27**	**1,58**

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Se observa en el cuadro precedente que el patrimonio contable, sigue superando, en términos nominales, el valor de las emisiones recibidas (casi 30 %).

Cuadro 7: E. Resultados Fideicomiso (miles USD)

Concepto	30/6/2026	30/6/2025	31/12/2025
Ingresos operativos	1.967	2.027	5.496
Res Valuación Inmuebles	-	-	4.187
Resultados diversos	-		-
Gastos de Administración	(700)	(699)	(1.493)
Resultado Operativo	**1.267**	**1.328**	**8.190**
Resultados financieros	(60)	279	269
Resultados antes de IRAE	**1.207**	**1.606**	**8.459**
IRAE	(20)	5.537	5.162
Resultado del periodo	**1.186**	**7.144**	**13.621**
Otros resultados integrales	-	-	-
Resultado integral del periodo	**1.186**	**7.144**	**13.621**

Fuente: EE.CC Fideicomiso

El semestre cerró con superávit, muy menor al semestre del año anterior pero explicado en buena medida por ajustes en el IRAE. En este caso no hubo revaluación de propiedades de inversión por tratarse de un cierre intermedio.

Las actividades productivas y comerciales se analizan en otra sección de este informe.

En el semestre no se da cuenta de otra distribución de dividendos fuera de la ya informada en marzo 2026 por USD 1.2 millones

4. Riesgos considerados:

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

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

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

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

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

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

1. Bienes fideicomitidos y aspectos descriptivos del proyecto

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

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

La etapa de compra de campos e inversiones en riego ya ha finalizado, por lo que ya se tiene una idea cabal de la composición de los campos, las actividades a realizar y los posibles resultados del mismo.

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

Cuadro 8: Producción e ingresos reales y proyectados del Fideicomiso

	Prospecto			Real al 31 de diciembre de 2025		
Producción	**Area (has)**	**USD Totales**	**USD/ha**	**Area (has)**	**USD Totales**	**USD/ha**
Agricultura	11.747	4.598.864	391	8.206	3.333.149	406
Ganadería	3.433	328.582	96	4.473	676.897	151
Forestación	1.718	438.555	255	4.027	777.497	193
Otros	3.181	-		2.319	-	-
TOTAL	**20.079**	**5.366.001**	**267**	**19.025**	**4.787.543**	**252**

Fuente: en base a información del Fiduciario

Como se puede observar, los ingresos están algo por debajo de lo establecido en el prospecto, aunque la distribución por actividad es un poco diferente. Hay menores ingresos por agricultura, pero mayores por ganadería y forestación. Por otra parte, en los últimos años los menores precios de los granos también inciden en menores rentas derivadas de la explotación agrícola.

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

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

Las proyecciones económicas del prospecto, se presentaron por un período igual a la duración del fideicomiso, o sea 15 años, sin considerar la posibilidad de variación de los tres años previstos. La tasa de retorno estimada en el modelo original era del 9,3%.

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

El último el modelo financiero presentado por el operador, con información a diciembre de 2025 y proyectando hasta la finalización del Fideicomiso muestra cambios muy marginales respecto de la presentada en anteriores actualizaciones.

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

- Se consideró la inversión real, y los resultados efectivos hasta el 31 de diciembre 2025.
- Los precios y los rendimientos esperados a juicio de CARE resultan razonables. Los precios son los esperados para esa campaña y luego recuperan a los niveles previos (240 USD para maíz y 440 USD para la soja). Los rendimientos son razonablemente los que se están logrando y se mantienen hasta la finalización del fideicomiso.
- El crecimiento esperado en el precio de los commodities se supuso en un 5% nominal a partir de 2026.
- Supone por única vez un aumento de un 30% en el valor de la tierra (compra + inversiones en riego) y luego un aumento anual del 5,5%.
- El flujo financiero presentado por el operador sobre la base de estos supuestos arroja una Tasa Interna de Retorno para el inversor de 9,1% en su escenario base que considera un 30 % de aumento en el precio de la tierra + riego por única vez, 5,5% de incremento anual del precio de la tierra y 5% de aumento de precios agrícolas.

Los supuestos de rendimientos y precios de inicio son compartibles, pero los incrementos esperados en el precio de la tierra y de los productos agrícolas resultan elevados a juicio de la calificadora.

Para CARE un valor más conservador de incremento anual del precio de la tierra debería contemplar a la inflación americana histórica (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 podría ubicarse entre un 3 y un 4%, sin contar la valorización debida a la incorporación de la infraestructura de riego, que sería equivalente a la inversión realizada, quizás incrementada en hasta en un 10%.

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

[5]. FAO-OCDE, USDA y Banco Mundial, Ver Capítulo V.

rendimientos, lo que seguramente debería ocurrir y de esta forma el incremento de los ingresos por los contratos de aparcería del fideicomiso podrían llegar a verse incrementados, tal vez algo por encima de la inflación internacional.

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

o Replanteo del flujo de fondos y análisis de sensibilidad.

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

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

En el prospecto se fundamentó no solo la valoración esperada de la tierra, sino el plus que significa el agregarle una infraestructura de riego, apelando a fuentes internacionales. Según información del USDA que se presenta en la Sección V, las tierras regadas en la zona agrícola de los EE.UU valen del orden del 25-30% más que las mismas tierras no regadas[6] . No existe información nacional al respecto.

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

En el siguiente cuadro se expone la respuesta del retorno del inversor según variaciones en las proyecciones de precio de los granos y de evolución del precio de la tierra, en el entendido que esas son las principales variables que afectan la rentabilidad. Por otra parte, el plan de negocios intenta acotar otras variables de riesgo como la variabilidad de los precios y los eventos climáticos, a través de instrumentos de cobertura de precios para reducir su volatilidad y la contratación de seguros ante eventos climáticos adversos. El precio de la tierra contempla un 10% de aumento inicial adicional a la inversión en riego.

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

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

Fuente: CARE en base al Modelo financiero

[6]. Land Values 2025 Summary, Agosto de 2025, USDA

Se observa que en el escenario más desfavorable, (con una valorización nula en los precios de la tierra y de los granos), la TIR del inversor se situaría en 3,2%. Vale la pena mencionar que este escenario es de muy baja probabilidad, ya que el precio de la tierra ha evidenciado en Uruguay una tendencia de largo plazo creciente; además hoy el valor de la tierra es mayor a la emisión o sea que debería mostrar una tasa negativa de crecimiento para el futuro. Para el caso de los precios, los especialistas coinciden en habrá incrementos futuros, aunque serán moderados y probablemente por debajo de la inflación del dólar. (véase la Sección V); por lo que un panorama de mantenimiento de los precios nominales sería también muy poco probable.

El escenario que considera los criterios que tiene la calificadora respecto del negocio para el largo plazo, supone un aumento de un 4% en los precios de la tierra (considerando que son tierras irrigadas), un aumento inicial adicional del 10%, y considera un 2 a 3% de aumento anual en los ingresos por arrendamientos; este escenario arrojaría una TIR en el entorno de 6,6-6,7%.

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

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. La emisión de los CPs se realizó en diciembre de 2018 y en aquel momento a título de ejemplo, el rendimiento de los Treasury Bonds a 20 años de EEUU se ubicaba entre 2,85 y 3,10% mientras que el rendimiento de los bonos de Uruguay a 15 años se ubicaba entre 4,9 y 5,15%.

Se recuerda que esta no es 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. En definitiva, la nota sigue entre otros criterios el cumplimiento del proyecto y el alcance de una rentabilidad mínima que se juzgue aceptable en ocasión de cada recalificación. 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.

o Tasas de crecimiento en los precios de la tierra

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

En el cuadro 10 se presentan los resultados obtenidos. Partiendo del valor de compra incluyendo las inversiones en riego realizadas en los predios, se calcula la tasa anual de aumento en el precio ocurrida hasta la última tasación (diciembre 2025)[7] ; y también se calcula la tasa que debería ocurrir hasta la finalización del fideicomiso para alcanzar la diferentes Tasas Internas de Retorno.

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

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

TIR Esperada	Precio de compra tierra+inv. Riego (USD/ha)	Precio promedio a dic. 2025 (USD/ha)	Precio Final al 2033 (USD/ha)	Tasa anual de aumento de precio de la tierra (2019-2025)	Tasa anual de aumento de precio de la tierra (2025-33)
9,1%	7.515	9.491	19.629	4,0%	8,4%
6,6%	7.515	9.491	13.780	4,0%	4,2%
6,0%	7.515	9.491	12.778	4,0%	3,4%

Fuente: CARE en base a informes de Tasaciones

Según surge del cuadro, la tasa anual de crecimiento en el precio de la tierra desde la compra de los predios y hasta diciembre 2025 ha sido del 4,0%, considerando los valores registrados en la última tasación. Para alcanzar la TIR del 9,1% (incremento por única vez del 30%, más un aumento anual del 5,5% en todo el período), la tasa desde 2025 y hasta la finalización del fideicomiso debería ser de 8,4%, que es elevada, resultando un precio final de venta de más de 19.500 dólares la hectárea. Por otra parte, para alcanzar una TIR del 6,6% (tasa de aumento del 4% en todo el período), el precio de la tierra debería crecer durante los próximos 8 años a una tasa del 4,2% anual, lo que resultaría en principio más alcanzable, en un valor de venta final de unos 13.500 dólares. Para alcanzar una TIR del 6,0% (porcentaje que iguala al costo de oportunidad estimado para esta actualización), la tasa de crecimiento anual de la tierra en en los próximos 8 años debería ser de un 3,7%, siendo su valor final de unos 12.800 dólares la hectárea.

3. Tasaciones de los campos

La última tasación anual de las tierras y mejoras del fideicomiso a diciembre de 2025 mostró un incremento en conjunto de 2,5% respecto del año anterior. La tasación se realizó siguiendo una metodología que considera separadamente el valor de la tierra "desnuda" y le agrega las mejoras en riego, las que se van amortizando.

Los resultados se presentan en el siguiente cuadro.

Cuadro 11. Tasación de los campos y sus mejoras en riego en millones de dólares

Año	Tierra	Mejoras en riego	Valor
Valor de compra	117,24	12,60	129,83
2020	66,09	9,64	75,72
2021	69,77	9,64	79,40
2022	121,01	22,34	143,35
2023	142,44	32,18	174,62
2024	145,84	30,21	176,05
2025	151,47	29,07	180,53
Variación 2024/2025	***3,9%***	***-3,8%***	***2,5%***

Fuente: CARE en base a informes de Tasaciones
Nota: recién en 2022 se tasan todos los campos
Hay 1,47 millones de cepas de montes forestales

Del análisis de las tasaciones surge que el valor de la tierra tiene un aumento promedio de un 3,9%, mientras que las mejoras en riego caen en un 3,8%. El valor total de los campos (incluyendo las inversiones en riego), asciende a 180,5 millones de dólares.

Riesgos considerados:

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

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

V. EL ENTORNO

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

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

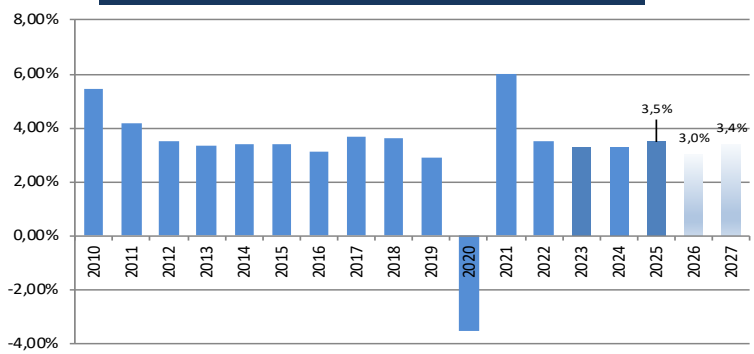
La actual coyuntura geopolítica, de no tener una pronta solución, podría contribuir a generar distorsiones adicionales sobre los mercados agrícolas. Los conflictos bélicos pueden generar disrupciones en el comercio internacional, caracterizadas por el aumento de costos logísticos, volatilidad de precios 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 octubre de 2026 proyectó tasas de crecimiento mundial del 3,1% 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 25% 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.



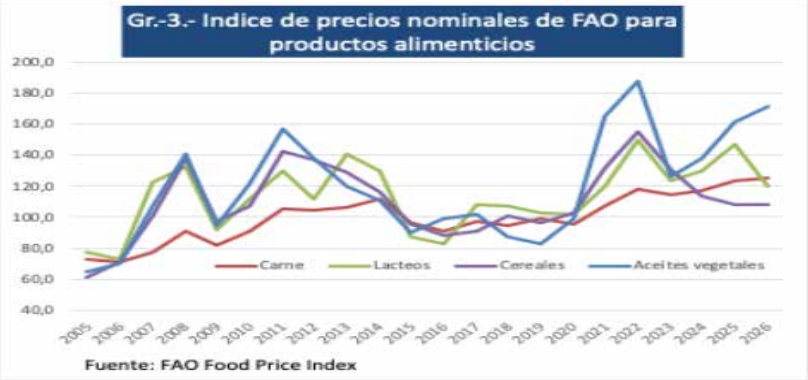
Los precios de los alimentos mostraron un fuerte aumento en sus valores a partir de 2005 y hasta el 2013, producto de una serie de factores que contribuyeron a generar un shock de demanda, como ser, el incremento de los ingresos per cápita de China, una mayor apertura y desregulación de los mercados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

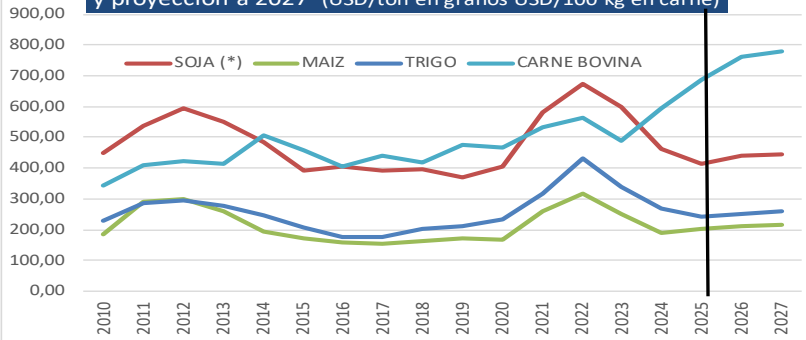
En la siguiente gráfica se presenta la evolución de los precios internacionales de los últimos años según el Banco Mundial[9] en la que se observa la evolución reciente de precios comentada y una proyección al 2027.

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 %.

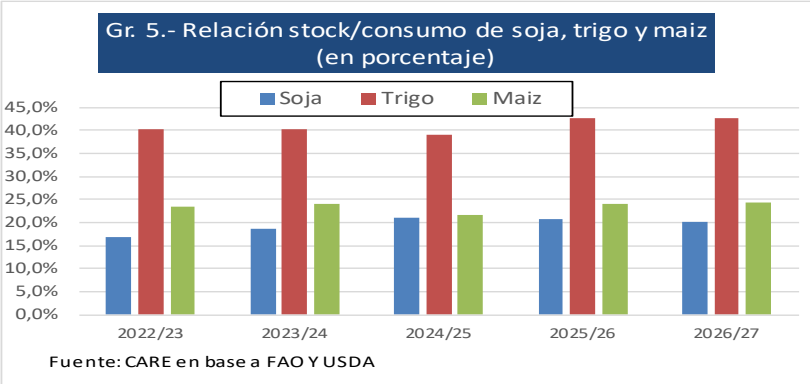
Para el caso de las semillas oleaginosas, el último informe del USDA[11] estima para la zafra 2026/27 una producción mundial de 721,0 millones de toneladas, un 2,9% más que la zafra anterior, de las cuales más del 60% de la producción es de soja.

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:

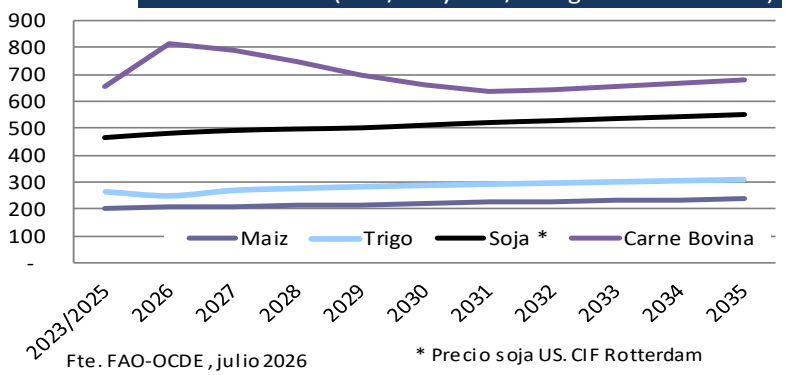
- Se espera que el ingreso agrícola bruto per cápita mundial aumente un 9% en la próxima década, alcanzando unos USD 3.800 por trabajador, aunque con grandes diferencias regionales. Este aumento estará impulsado por la mecanización y operaciones a gran escala en los países de ingresos más altos y por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

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

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

En la siguiente gráfica se presenta la proyección de los precios internacionales en dólares corrientes realizado por FAO-OCDE en base a los supuestos considerados.

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



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.

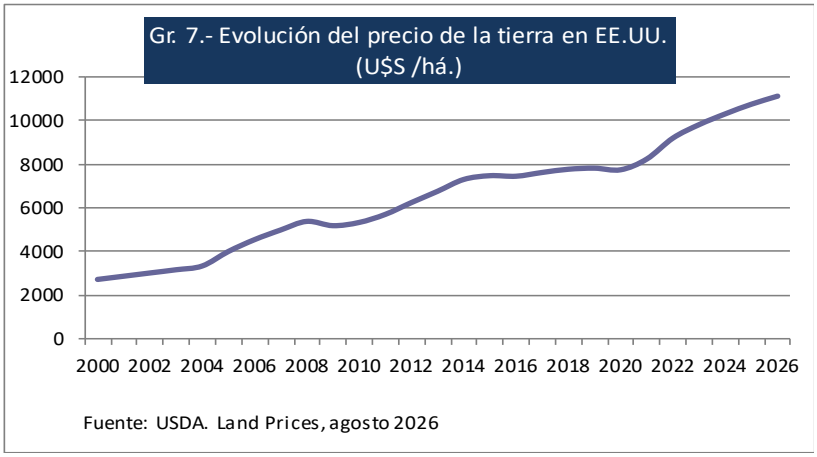
En lo que respecta al precio de la tierra en Estados Unidos, en lo que va del siglo XXI se observa una continua fase ascendente, con alguna excepción (2009 y 2015) en donde se verificaron mínimas reducciones, pero que no modifican la tendencia. El precio en Estados Unidos cayó únicamente en los primeros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

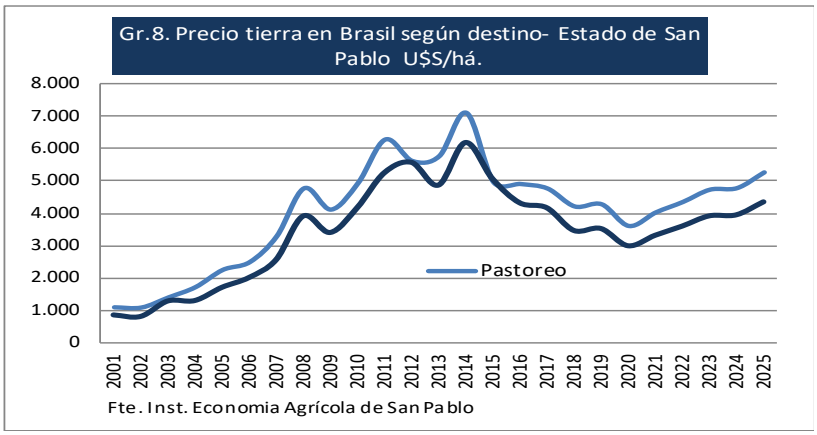
Cuadro 13. Precio de la tierra regada y no regada en el Corn Belt de EEUU (USD/ha)

	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).

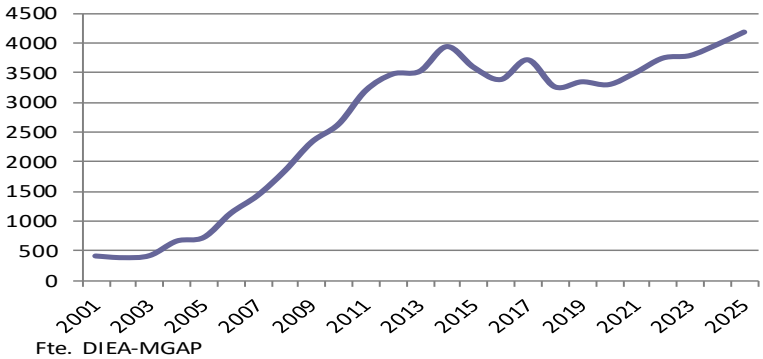
El mercado de campos en Argentina mantiene su atractivo, respaldado por la firmeza en la demanda, la diversificación de intereses y un entorno macroeconómico que, si se consolida, podría fortalecer aún más la ponderación de los activos rurales. La clave parece estar en garantizar la previsibilidad jurídica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

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

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.

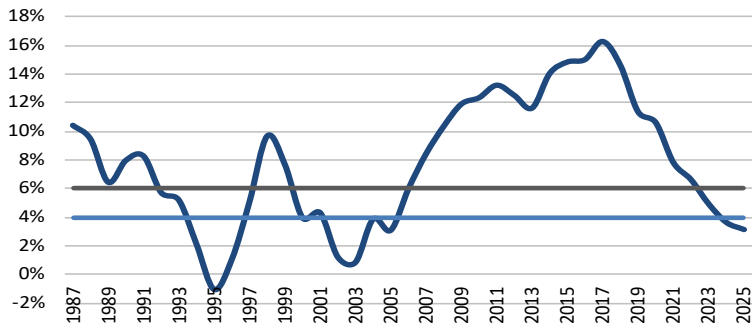
La valorización del precio de la tierra es un componente muy importante de ingreso final del fideicomiso (75%) por lo que lo que finalmente ocurra con su comportamiento tendrá una contribución sustancial con el retorno final de la inversión. El modelo financiero supuso una valorización acumulativa anual de un 5,5% (en dólares corrientes) para todo el período, 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 15 años, en donde se observa lo siguiente:

- En promedio, la evolución anual del precio de la tierra en períodos móviles de 15 años fue de 7,8%.
- No obstante en la serie aparecen 15 años (un 37,5%) en donde el aumento acumulativo anual en periodos de 15 años es menor al 5,5%, y 10 años en donde es menor al 4% valor sobre el que CARE recalculó la TIR.
- Actualmente, el precio de la tierra se encuentra un 58,7% por encima del de 15 años atrás; un aumento en los últimos quince años de un 3,1% 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 inversiones en riego, calidad o cambio de destino en el uso, por lo que este comportamiento no debería trasladarse linealmente 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.

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 las inversiones en riego podrían mejorar ese porcentaje.

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 actual pueda tomar medidas de política que atenten contra este tipo de emprendimiento. Por el contrario, existen señales claras desde el gobierno tendientes a promover el riego y un claro ejemplo de ello ha sido la creación de la Comisión Ejecutiva Interministerial para Asuntos de Riego cuyo objetivo es elaborar una Estrategia Nacional de Riego y estructurar proyectos para el país con base en la experiencia acumulada en la última década.

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 agenta/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. ***Grado de Inversión mínimo.***