

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

*Montevideo, octubre de 2025*

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

---

**Calificación de Títulos de Deuda del “Fideicomiso Financiero Campos Sustentables”**  
**27 - octubre - 2025**

<b>Denominación:</b>	Fideicomiso Financiero Campos Sustentables.
<b>Fiduciario:</b>	Trust Administradora de Fondos de Inversión S.A.
<b>Agente de Registro y Pago:</b>	Trust Administradora de Fondos de Inversión S.A.
<b>Entidad Representante:</b>	Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A.
<b>Títulos emitidos:</b>	Certificados de participación
<b>Moneda:</b>	Dólares americanos
<b>Importe de la emisión:</b>	USD 50.000.000 (cincuenta millones de dólares).
<b>Plazo:</b>	12 años (extensible a 15)
<b>Fecha de primer integración:</b>	18 de setiembre de 2015
<b>Administrador:</b>	OKARA Ltda.
<b>Distribuciones:</b>	Anuales, A los 10 días hábiles bancarios contados desde la fecha de cierre de los estados contables anuales, siempre que existan fondos netos distribuibles.
<b>Activos del Fideicomiso:</b>	Inmuebles rurales, contratos de arrendamiento, entre otros.
<b>Comité de Calificación:</b>	Julio Preve, Martín Durán Martínez y Adrián Tambler.
<b>Calificación de Riesgo:</b>	BBB-.uy
<b>Vigencia de la calificación:</b>	30 de abril de 2026 <sup>1</sup>
<b>Manual:</b>	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros <sup>2</sup> .

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

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

## Resumen General

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

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

- Una construcción financiera que desde el punto de vista jurídico, ofrece las garantías necesarias tal como se apreció en el informe jurídico anexado a la calificación original<sup>3</sup>.
- Un diseño de gobierno corporativo que minimiza el riesgo a los inversionistas y que hasta la confección del presente informe ha funcionado en forma adecuada, disponiéndose de informes del operador y del comité de vigilancia.
- La empresa administradora –Okara Limitada– ha tenido algunas dificultades en la gestión del proyecto, básicamente en lo que refiere a algunos aspectos clave del plan de negocios original, asociados a la ambientación de los campos y a la selección de arrendatarios que lleven adelante ese proceso. El administrador viene implementando un plan de sustitución y mejora de arrendatarios que estaría finalmente culminando este año alcanzado a la totalidad de la superficie. El incumplimiento parcial de la ambientación, estaría dificultando entre otras razones, la valorización proyectada en algunos de los campos del fideicomiso, factor fundamental para lograr una mejora en la TIR.
- El Fideicomiso adquirió originalmente 5 predios con un total de 11.860 hectáreas, un 3% superior a la previsión inicial y a un precio 2% inferior a lo presupuestado. Concretada la venta de uno de los predios en agosto de 2023, el Fideicomiso tiene en propiedad un total de 9.871 hectáreas. Los 4 predios actuales se encuentran arrendados a 7 arrendatarios diferentes en 11 contratos según el destino del uso de la tierra (ganadería, agrícola, agrícola/ganadera, arroz). Con excepción de un acotado período de vacancia en uno de los campos entre setiembre de 2019 y agosto de 2020, el Fideicomiso ha logrado mantener la totalidad de los campos siempre arrendados.
- No se renovó el contrato de arrendamiento del área ganadera del predio de mayor tamaño que estaba siendo explotado por debajo de su potencial productivo, lo que habilitó a cambiar al arrendatario. La Asamblea de Beneficiarios autorizó a arrendar esa superficie a Marcos Guigou persona física vinculada al operador y que ya arrienda parte de ese mismo predio.
- La proyección financiera presentada por el operador con información real a marzo de 2024, estaría suponiendo una TIR para todo el período<sup>4</sup> de 3,12% la que se mantiene incambiada respecto de la estimación anterior. CARE sensibilizó el flujo suponiendo menores tasas de crecimiento en los precios de la tierra, estimando una TIR del 2,7% aunque podría ser mayor como resultado de las inversiones en riego y mayores avances en la ambientación de los campos. En cualquiera de los casos, la TIR si bien es positiva en términos nominales, estaría algo por debajo del costo

<sup>3</sup>. Ver [www.care.com.uy](http://www.care.com.uy)

<sup>4</sup>. Supone que el inversor adquiere los CPs en el año cero y los mantiene hasta el fin del fideicomiso

de oportunidad considerado durante buena parte del período. Los costos del fideicomiso, si bien se han reducido, deben ahora ser absorbidos por una superficie arrendada menor, lo que genera pocos excedentes para distribuir anualmente.

- Para el 2025 se proyectan ingresos por arrendamientos por 1,18 millones de dólares. Este nivel de ingresos implicaría un caprate de 2,7% considerando los valores actuales (diciembre 2024) de los campos o del 3,1% si se considera el valor de compra. Estos valores son levemente menores (-0,8%) a los del año anterior y se mantendrían por debajo que los esperados en el proyecto original y también luego del ajuste de 2018. Los rendimientos de los cultivos fueron en general muy buenos como consecuencia de las lluvias, pero los precios de los granos no acompañaron, con lo que se vieron afectadas las rentas con componente variable.
- Según informa el operador, se observa un estado regular y bueno para todos los cultivos de invierno y muy bueno para pasturas en todos los campos del fideicomiso. En general las condiciones de estado regular, tiene que ver con la fecha de siembra en algunas áreas (se sembró tarde) y por el efecto de las heladas intensas del mes de junio, que afectó algunos cultivos. En cuanto a la condición hídrica de los suelos, es muy buena, permitiendo el normal desarrollo de los cultivos.
- La tasación anual de los campos del Fideicomiso se presentó a diciembre de 2024, y al igual que en los años anteriores se presentaron propuestas de dos empresas diferentes. Considerando el promedio simple de las dos tasaciones, el valor de los 4 campos que quedan en propiedad del fideicomiso estaría en el entorno de los 43,9 millones de dólares, un 14,4% por encima de los valores de compra. La nueva tasación mostró para el promedio de los campos un incremento de un 2,2% respecto del año anterior<sup>5</sup>.
- Los precios de la mayor parte de los productos agropecuarios, han mostrado en el pasado una tendencia al crecimiento en términos nominales y reales como consecuencia de una demanda creciente y de un comercio internacional que también creció. Sin embargo, las proyecciones realizadas por diferentes organismos para los próximos 10 años son consistentes en proyectar que si bien los precios internacionales probablemente se verán incrementados en términos nominales, seguramente lo harán 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. Esto sería consecuencia de que el crecimiento en la demanda, 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.

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

- Más allá de este comportamiento relativamente previsible para el mediano plazo, el mercado se seguirá caracterizando por mostrar una alta volatilidad, con precios muy dependientes de lo que suceda con la oferta y demanda, con el clima, con la política comercial y con la economía mundial. En este sentido, la caída en los precios que se verificó a partir de los primeros meses del 2024 para el caso de la soja, maíz y trigo, se debió en gran medida a un desajuste entre la oferta y la demanda, agravado también por la guerra comercial y de aranceles llevada a cabo por los EEUU.
- El mercado de tierra agrícola, presenta para el largo plazo tendencias de incremento en sus precios, como consecuencia del aumento sostenido de la demanda de alimentos, fibras y maderas, y a que en general las posibilidades de expansión de la frontera agrícola está cada vez más limitada. Para el caso del Uruguay, los incrementos esperados en los precios de la tierra serán seguramente más moderados que los ocurridos entre 2004 y 2014. Luego de un período de ajuste y de un comportamiento errático con escasos negocios entre 2015 y 2020, el precio de la tierra lleva varios años de aumentos sostenidos. El precio promedio de la tierra reportado por DIEA-MGAP para el 2024, en términos nominales, supera levemente (+0,8%) el récord histórico 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 Campos Sustentables".

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

El marco conceptual de esta calificación supone un ejercicio prospectivo por el cual se confiere una nota que califica el desempeño esperado del fideicomiso, su capacidad de generar en el tiempo utilidades, conforme al proyecto de ejecución del negocio agrícola que consiste en esencia en identificar, adquirir y arrendar inmuebles rurales subutilizados pero con alto potencial productivo y valorización en el mediano y largo plazo, mediante la aplicación de un plan de desarrollo tecnológico según las particularidades de cada inmueble, que su administración está mandatada a realizar. Admitido el rango de TIRs derivado de múltiples simulaciones razonables para el proyecto en la primera calificación, las siguientes no se vinculan estrictamente con la obtención de estas cifras. En efecto, no se trata en este caso de una emisión con compromiso de rentabilidad fijo. Por tanto la nota no dependerá estrictamente del alcance de las tasas internas de retorno calculadas en el proyecto ni de los costos de oportunidad del capital de los inversores. En definitiva, la nota sigue entre otros criterios el cumplimiento del proyecto y el alcance de una rentabilidad mínima que se juzgue aceptable en ocasión de cada recalificación.

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

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

**I. Antecedentes generales**

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

**Cuadro 1. Cronología de compras**

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

Fuente: Okara Ltda

(\*) Vendido el 23/08/2023

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

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

- Durante el segundo semestre de 2019 dos contratos del mayor predio del fideicomiso (6.939 has, el 58% de la superficie total) no fueron renovados, lo que implicó la necesidad de la búsqueda de una rápida solución.
- En abril de 2020 se concreta el arrendamiento de 2.763 hectáreas para la explotación agrícola por parte de una empresa vinculada al operador. Esta opción estaba prevista en el contrato de fideicomiso como explotación extraordinaria, pero requiriendo autorizaciones especiales del comité de vigilancia y de la asamblea de beneficiarios.
- A setiembre de 2020 se ocupan 350 hectáreas para la realización de arroz por dos años por parte de un productor arrocero, y el saldo, aproximadamente 3.000 hectáreas son arrendadas por 4 años a partir agosto para la explotación ganadera.
- A partir de agosto-setiembre de 2020 todos los campos propiedad de Fideicomiso pasan a estar arrendados nuevamente, no obstante esta situación generó menores ingresos para el año 2019 y 2020
- En mayo de 2021 se firmó la rescisión del contrato de arrendamiento del predio 2 de 728 hectáreas y en junio de 2021 se firmó el arrendamiento de ese campo al mismo arrendatario que desde el 1 de junio de 2020 explota el Predio 5 de 955 hectáreas. Este cambio de arrendatario fue beneficioso al mejorar la probabilidad de cobro y el desarrollo de las mejoras en la ambientación.
- En abril de 2022 la Calificadora redujo ligeramente la nota al nivel actual.
- En diciembre de 2022 se realizó la primer distribución de utilidades acumuladas por USD 1.555.239.
- El 1 de junio de 2023 se firmó un nuevo contrato de arrendamiento por 2.764 hectáreas perteneciente al predio 1 de 6.939 has con el mismo arrendatario que lo venía explotando en los últimos tres años.
- Con fecha 23 de agosto de 2023 se firmó la compraventa definitiva por la enajenación de El Repecho de 1.992 has (predio 3). El establecimiento se había comprado en USD 3.944 por hectárea y se vendió en USD 6.550 por hectárea. El precio total de compra fue USD 7.855.757 y el precio total de venta fue USD 13.046.883, por lo tanto, el resultado bruto de la venta ascendió a USD 5.191.126. La valorización de este campo fue del 7,5% acumulativo anual, razonablemente en línea con el prospecto, por lo que, al menos para este campo, se podría estar validando el modelo de negocios. En acuerdo con los beneficiarios se decidió distribuir USD 4,08 MM y realizar colocaciones financieras durante algunos meses.
- A los efectos de aprovechar los beneficios por exoneraciones tributarias concedidos por la COMAP al amparo de la Ley de Inversiones, que permite exonerar el IRAE generado por las rentas del ejercicio 2023 derivadas de la actividad del Fideicomiso y principalmente de la enajenación del establecimiento El Repecho, la Asamblea de Titulares aprobó la adquisición e instalación de un equipo de riego para el establecimiento La Rinconada.

- Se adquirieron 4 pivots de riego que toman agua de la represa existente para regar unas 400 has. El proyecto de riego no solo involucró los equipos de pivot central, sino también las obras necesarias para su normal funcionamiento (tapado de cárcavas, caminería interna, luz eléctrica, etc. hasta las bombas, etc.). El proyecto de riego incrementaría la renta percibida, así como también incrementa el valor del establecimiento por contar con un sistema que da mayor estabilidad a los rendimientos. Los equipos se encuentran instalados y en funcionamiento.
- En setiembre de 2024 se rescindió el arrendamiento del campo "El Milagro" de 1.249 hectáreas y se firmó un pastoreo con arrendatario que estaba en el campo por 526 hectáreas ganaderas por un corto plazo y un contrato de arrendamiento agrícola (con otro arrendatario) por 713 hectáreas agrícolas por 3 años.
- Sobre fines de 2024 se realizaron rescates de Certificados de participación por un total de 8,85 millones de dólares, producto de la venta del predio El Repecho.
- La tasación anual de los establecimientos del fideicomiso fue presentada a diciembre de 2024, y al igual que años anteriores realizada por dos empresas tasadoras. Se verifica en esta oportunidad para el conjunto de los establecimientos un aumento de 2,2% respecto del año anterior, para ubicar el valor total en 43,9 millones de dólares.

## II. Hechos salientes del período

- Con fecha 1 de enero de 2025 finalizó el pastoreo en el campo "El Milagro" de 526 y se firmó un contrato de arrendamiento ganadero por esas 526 hectáreas por 3 años.
- Las obras de riego en el predio de La Rinconada ya se encuentran finalizadas, los equipos están instalados y en funcionamiento.
- En el siguiente cuadro se presenta la información relativa a los arrendamientos a ser devengados en 2024, los que alcanzarían a 1,18 millones de dólares.

**Cuadro 2. Esquema de arrendamiento a devengar en los campos del Fideicomiso en 2025**

Campos	Area	Renta devengada USD/ha	Total USD	Cap Rate en 2024	Cap Rate en compra
Predio 1	6.939	90	627.298	2,50%	2,62%
Predio 2	728	255	185.600	3,22%	4,64%
Predio 4	1.249	142	177.795	3,55%	4,19%
Predio 5	955	201	192.079	2,40%	3,14%
<b>Total</b>	<b>9.871</b>		<b>120 1.182.772</b>	<b>2,70%</b>	<b>3,09%</b>

Fuente: Informe del Operador

- La renta media para el 2025 sería de 120 dólares por hectárea lo que implica un caprate de 2,7% calculada sobre el valor actual de los campos con las tasaciones a diciembre de 2024. Estos valores estarían apenas por debajo de 2024 (-0,8%), y un 5,3% por debajo del ajuste realizado en 2018. Si el caprate se calcula considerando el precio de compra el valor se incrementa a 3,1%.

- Al finalizar el primer semestre hay un productor que ya no es arrendatario, que tiene un atraso en su acuerdo de pago.
- En setiembre de 2025 se realizó una asamblea de beneficiarios y se resolvió autorizar el arrendamiento del bloque norte del establecimiento La Rinconada a Marcos Guigou, persona física vinculada al operador.
- No se renovó el contrato de arrendamiento del bloque norte del predio de La Rinconada que involucra unas 2.900 hectáreas y estaba siendo explotado para ganadería extensiva, sin la realización de ningún tipo de mejoras. En el segundo semestre del año el arrendatario entregó ese campo para ser arrendado por Marcos Guigou. Si se logra mejorar ese campo y desarrollar la agricultura, sería beneficioso para contribuir a la mejora de la rentabilidad del fideicomiso.
- Se continúa con el proceso de auditoría de los campos para relevar el avance del esquema productivo propuesto por los arrendatarios y el consecuente proyecto de desarrollo de cada campo.

### **3. Información analizada**

La información analizada en esta ocasión fue la siguiente:

- Informes trimestrales del operador, el último a junio de 2025.
- Informe del comité de vigilancia de 30 de abril de 2025.
- Estados Contables del Fiduciario al 30/06/2025.
- Estados Contables del Fideicomiso al 30/06/2025.
- Estados Contables del Operador al 31 de diciembre de 2024.

## II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

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

### 1. Descripción general

**Denominación:** Fideicomiso Financiero Campos Sustentables

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

**Administrador:** Okara Limitada.

**Agente de**

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

**Entidad**

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

**Cotización**

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

**Títulos**

**emitidos:** Certificados de participación

**Activos del**

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

**Moneda:** Dólares

**Importe de**

**la Emisión:** USD 50.000.000

**Plazo:** 12 años.

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

**Calificación**

**de Riesgo:** ***BBB-.uy***

## 2. El análisis jurídico

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

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

## 3. Riesgos considerados

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

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

### III. LA ADMINISTRACIÓN

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

#### 1. La Fiduciaria.

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

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

A continuación se exponen en los cuadros siguientes su Estado de Situación Patrimonial y de Resultados intermedios al 30 de junio de 2025 y su comparativo con periodos anteriores.

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

Concepto	30/6/2025	31/12/2024	31/12/2023
<b>Activo</b>	<b>47.630</b>	<b>59.777</b>	<b>43.243</b>
Activo Corriente	6.311	17.985	4.328
Activo no Corriente	41.319	41.793	38.915
<b>Pasivo</b>	<b>27.938</b>	<b>38.211</b>	<b>26.029</b>
Pasivo Corriente	1.749	12.021	4.031
Pasivo no Corriente	26.189	26.190	21.999
<b>Patrimonio</b>	<b>19.692</b>	<b>21.567</b>	<b>17.213</b>
<b>Pasivo y Patrimonio</b>	<b>47.630</b>	<b>59.777</b>	<b>43.243</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>3,61</b>	<b>1,50</b>	<b>1,07</b>

Fuente: EE.CC TRUST

Como puede apreciarse, mantiene un patrimonio positivo, aunque levemente inferior al del cierre último como consecuencia de un resultado parcial negativo.

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

Concepto	30/6/2025	30/6/2024	31/12/2024
Ingresos Operativos Netos	4.639	11.101	19.397
Ingresos Diversos	-	-	-
Ingresos Financieros	2.488	2.307	4.707
<b>Total Ganancias</b>	<b>7.127</b>	<b>13.408</b>	<b>24.104</b>
Gastos de Administración	(6.184)	(9.909)	(16.838)
Gastos financieros	(2.818)	(1.695)	(3.218)
<b>Total Egresos</b>	<b>(9.002)</b>	<b>(11.604)</b>	<b>(20.056)</b>
<b>Resultado del periodo</b>	<b>(1.875)</b>	<b>1.804</b>	<b>4.048</b>
Ajuste integral	-	305	305
<b>Resultado Integral del Período</b>	<b>(1.875)</b>	<b>2.110</b>	<b>4.353</b>

Fuente: EE.CC TRUST

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

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

## 2. OKARA SRL

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

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

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

### Situación económico financiera

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

Cierra ejercicio el 31 de diciembre de cada año. De acuerdo a los EE.CC proporcionados por la firma su situación patrimonial y los resultados obtenidos no ofrecen dificultades. El último balance disponible fue al cierre del 31/12/2024.

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

### 3. El Fideicomiso

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

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

En los cuadros siguientes se da cuenta del estado de situación patrimonial y de resultados intermedios del Fideicomiso, al 30/06/2025.

Concepto	30/6/2025	31/12/2024	31/12/2023
<b>Activo</b>	<b>47.132</b>	<b>47.742</b>	<b>56.382</b>
Activo Corriente	7.406	7.886	17.994
Activo no Corriente	39.726	39.855	38.388
<b>Pasivo</b>	<b>360</b>	<b>901</b>	<b>1.167</b>
Pasivo Corriente	360	901	1.167
Pasivo no Corriente	-	-	-
<b>Patrimonio</b>	<b>46.772</b>	<b>46.841</b>	<b>55.216</b>
<b>Pasivo y Patrimonio</b>	<b>47.132</b>	<b>47.742</b>	<b>56.382</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>20,57</b>	<b>8,75</b>	<b>15,42</b>

Fuente: EE.CC Fideicomiso

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

En otra sección se comentan distintos aspectos vinculados a la marcha de los negocios.

A continuación se presenta un resumen del estado de resultados intermedios.

<b>Concepto</b>	<b>30/6/2025</b>	<b>30/6/2024</b>	<b>31/12/2024</b>
Ganancias	745	809	2.171
Ingresos Operativos	657	610	1.192
Ingresos diversos	40	-	639
Resultados Financieros	48	199	340
<b>Pérdidas</b>	<b>(813)</b>	<b>(872)</b>	<b>(1.394)</b>
Gastos directos de prestación	(87)	(79)	(166)
Gastos de administración	(195)	(197)	(497)
Gastos generales	(499)	(502)	(576)
Gastos Financieros	(33)	(94)	(155)
<b>Resultado antes de IRAE</b>	<b>(68)</b>	<b>(63)</b>	<b>777</b>
IRAE	-	-	(302)
<b>Resultado del periodo</b>	<b>(68)</b>	<b>(63)</b>	<b>475</b>
Ajuste resultado periodo anterior	-	-	-
<b>Resultado integral del periodo</b>	<b>(68)</b>	<b>(63)</b>	<b>474</b>

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Los ingresos y los resultados caen respecto al periodo anterior, más allá del análisis que se realiza en este mismo informe se recuerda que al haberse vendido un campo hay menor actividad.

#### **4. Riesgos considerados:**

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

	Ingreso arrendamientos USD	Renta media USD/ha	Caprate en % Renta/valor de cada año
Proyecto original año 2013	1.931.092	167	4,2%
Ajuste realizado en 2018	1.491.967	126	3,2%
Renta devengada 2017 (*)	1.500.381	126	3,3%
Renta devengada 2018	1.463.682	123	3,2%
Renta devengada 2019	1.414.810	119	3,1%
Renta devengada 2020	1.138.227	96	2,5%
Renta devengada 2020 (*)	1.356.647	114	2,9%
Renta devengada 2021	1.426.726	120	3,1%
Renta devengada 2022	1.859.513	157	3,6%
Renta devengada 2023 (*)	1.319.405	111	2,6%
Renta devengada 2024	1.192.175	121	2,7%
Renta a devengar 2025	1.182.773	120	2,7%

Fuente: CARE en base a prospecto e informes del operador

(\*) Renta anualizada

El caprate promedio de los últimos 1 años fue de 3,0% para todos los campos del fideicomiso, frente al 4,2% esperado en el proyecto original, pero estaría razonablemente alineado con el ajuste del modelo financiero realizado en el año 2018.

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

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

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

Para esta anterior calificación (abril 2025), el operador presentó una actualización de la proyección financiera con datos reales a diciembre de 2024 y proyectando hasta la culminación del Fideicomiso en 2027. La proyección considera los valores de los campos a diciembre de 2024, la venta del primer predio, las distribuciones ya realizadas, la inversión reciente en riego y la realidad actual en cuanto a los arrendamientos. El valor de la TIR que se calcula es para todo el período y asume que el inversor adquirió los CPs en el año cero y al valor par.

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

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

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

**Cuadro 8. Evolución de la TIR**

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

Fuente: el Operador

En el Prospecto se fundamentó la valoración esperada de la tierra considerando el plus que significa el agregarle el proceso de "ambientación"<sup>6</sup>. Este agregado de valor en los campos seleccionados hace que los mismos cambien de destino productivo, o sea, se transformen de establecimientos básicamente ganaderos en campos con potencial agrícola, algunos de ellos con riego. Este hecho generaría que el flujo esperado de ingresos "productivos" se modifique y conlleve a una extra valorización de la hectárea.

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

En relación a los arrendamientos, el flujo financiero original consideraba un incremento nominal de 3% anual, levemente superior a la inflación americana; no considerando movimientos en la productividad producto de las ambientaciones propuestas, ni los aumentos de productividad derivados de la propia evolución tecnológica. En este caso, con una serie más corta (24 años) el incremento anual promedio en períodos de 12 años para los arrendamientos fue de 7,4%; este valor resulta muy alto al considerar los incrementos en las rentas consecuencia de los incrementos en los precios de las commodities,

<sup>6</sup>. Desde el principio CARE consideró en sus análisis como upside de valorización de la tierra los porcentajes normales de estos casos, sin considerar el incremento adicional por concepto de ambientación, que fue considerado como una eventualidad.

el crecimiento agrícola, el desarrollo forestal, etc. Desde la fecha en que fue presentado el prospecto (2013) hasta el año 2024, los valores medios de las rentas en el país han caído un 26%, lo que está en línea con el comportamiento de las rentas obtenidas por el fideicomiso.

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

### **Sensibilizaciones**

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

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

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

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

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

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

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

Fuente: CARE en base al modelo financiero del operador

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

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

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

### **3.- Nueva estimación del costo de oportunidad del capital**

Una forma de evaluar si una TIR es atractiva o no, es compararla con el costo de oportunidad del capital propio, ya que es la tasa que le pone un piso a la rentabilidad esperada de un proyecto y es el indicador clave para descontar los flujos de fondos esperados.

Para estimar el costo de oportunidad del capital, CARE utiliza el modelo de valoración CAPM (Capital Asset Pricing Model)<sup>7</sup>, que relaciona la tasa libre de riesgo, la prima de riesgo del mercado y la prima de riesgo asignado al sistema de producción específico, en este caso la producción agrícola. Para evitar variaciones bruscas en la tasa, y tener una visión de mediano plazo, se consideraron valores promedios de los últimos 5 años en todas las variables.

Para considerar el riesgo sistémico se utiliza el “beta”<sup>8</sup> promedio de empresas de producción agrícola en mercados emergentes, el cual se ubica en 0,79, lo que indica que la inversión en la actividad tiene un mayor riesgo y variabilidad que el promedio de todas las actividades en ese mercado. Para la tasa libre de riesgo se considera el rendimiento de los Treasury Bonds a 10 años de EEUU (3,15%), para el riesgo país (índice UBI) se consideraron 96<sup>9</sup> puntos básicos y para la prima de riesgo del mercado accionario se consideró 4,51%.

Aplicando estos valores se llega a una tasa de retorno esperada para el capital propio del 5,34%. Este valor resulta superior a la TIR esperada para el escenario que considera los criterios de CARE para realizar proyecciones (2,7%), lo que estaría indicando que la misma no sería atractiva. Este costo de oportunidad no estaría disponible para inversores institucionales ya que estos no pueden invertir en los mercados globales.

En la coyuntura actual, la tasa libre de riesgo es mayor al promedio de los últimos 5 años, pero en contrapartida el riesgo país es menor al período considerado. En consecuencia, si se aplican los valores actuales, el costo de oportunidad del capital sería levemente mayor (5,08%).

<sup>7</sup>. El modelo de valoración de activos financieros, denominado en inglés Capital Asset Pricing Model (CAPM) es un modelo utilizado para calcular la rentabilidad que un inversor debe exigir al realizar un inversión en un activo financiero, en función del riesgo que está asumiendo

<sup>8</sup>. Valor proporcionado por Damodaran.

<sup>9</sup>. Refiere a un promedio de 5 años, hoy el riesgo país varía en el entorno de 80 puntos básicos.

Otros indicadores con los que podría compararse la TIR esperada del Fideicomiso podrían ser las curvas de rendimiento, que serían opciones posibles de inversión ya que están estimadas para el caso del Uruguay<sup>10</sup>. En la actualidad (octubre 2025) la curva en en dólares (CUD) a 10 años está en 4,77%. En este caso, la TIR esperada también estaría por debajo de la curva en dólares, que por otra parte solamente considera el riesgo país.

Si bien estas comparaciones no pueden tomarse en sentido estricto, constituyen una referencia que – entre otras- ayuda a conformar un juicio acerca de la inversión.

#### 4.- Tasación de la Tierra

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

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

**Cuadro 10. Tasación de los campos en dólares por hectárea**

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

Fuente: CARE en base a informes de Tasaciones

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

Todos los campos están tasados a diciembre de 2024 por encima de sus valores de compra, pero el incremento logrado es muy diferente según el predio. Las tasas anuales de crecimiento varían entre 0,6 y 4,6% según el campo y para el promedio de los campos la tasa anual de aumento de precio ha sido de apenas el 1,7%. Es importante tener presente que el predio de mayor área, que en la actualidad representa el 70% de la superficie total del Fideicomiso, es el que menos ha aumentado de valor.

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

<sup>10</sup> . Curva Spot de Rendimientos de Títulos Soberanos Uruguayos emitidos en moneda nacional indexada a la inflación o en dólares, según sea el caso

**Riesgos considerados:**

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

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

## **V. EL ENTORNO**

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

Existe evidencia y razones fundadas para sostener el crecimiento a largo plazo del precio de la tierra, como consecuencia del aumento en la demanda de alimentos y del comercio, de la mejora de la productividad agrícola y de la inexistencia de margen para la expansión de la frontera agrícola. Por su parte, las crecientes medidas vinculadas con la protección del medio ambiente, también podrían poner en el mediano plazo restricciones al uso de la tierra.

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

Esta tendencia de los precios agrícolas, no está exenta de importantes variaciones coyunturales. El sector productor de alimentos, enfrenta un mercado con alta volatilidad, con precios muy dependientes de lo que suceda con la oferta y demanda, con el clima y con la economía mundial. De esta forma cabe esperar en el corto y en el mediano plazo algunos apartamientos de la tendencia. En particular, como se verá, en la actual coyuntura, algunos rubros de la producción agropecuaria, particularmente algunos granos, se encuentran enfrentando un mercado deprimido con precios bajos, como resultado de una elevada oferta mundial.

Dado el plazo extendido de las proyecciones que se corresponde a la naturaleza del propio proyecto, el análisis del entorno se expresa en términos de grandes tendencias vinculadas a la evolución del precio de los commodities agrícolas y de la tierra.

Respecto de 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. Riesgo Económico y de Mercado

En esta sección, se describen los aspectos salientes de los dos precios que inciden en los retornos de la inversión: el precio de la tierra y el precio de los productos agrícolas.

### 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. La trayectoria de mediano y largo plazo de los precios afecta aproximadamente el 23% de los retornos de la inversión se explican por arrendamientos y aparcerías.

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

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

### ***Perspectivas de crecimiento de la economía mundial***

El Fondo Monetario Internacional en su informe de octubre de 2025 proyectó tasas de crecimiento mundial del 3,2% para 2025 y 3,1% para 2026, mientras que las economías avanzadas crecerán alrededor del 1,5% y las economías de mercados emergentes y en desarrollo lo harán hasta poco más del 4%. Se prevé que la inflación siga disminuyendo a nivel mundial, aunque con diferencias entre países. La tasa de crecimiento se mantiene por debajo de la media histórica (2000–19) del 3,7%.

Las perspectivas están expuestas a factores adversos ya que el repunte de las tasas arancelarias efectivas podría frenar el crecimiento y la elevada incertidumbre podría frenar más la actividad.



***Evolución histórica de los precios***

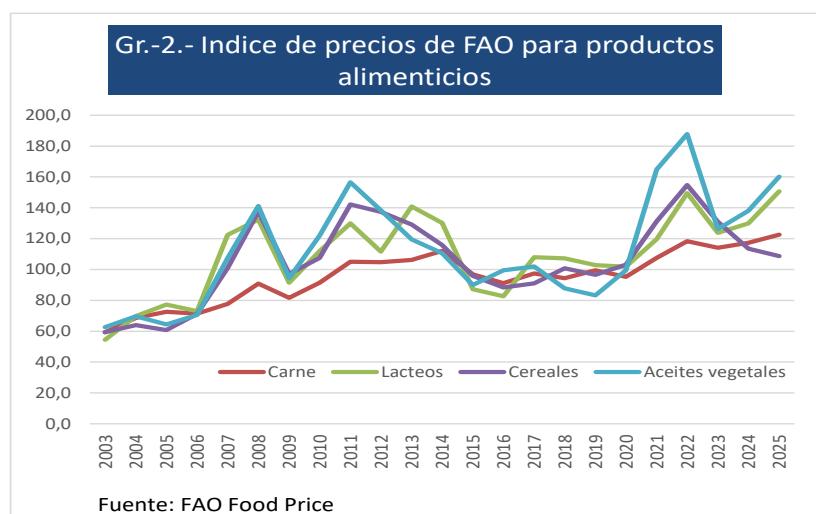
Los precios agrícolas mostraron un fuerte aumento en sus valores a partir de 2005 y hasta el 2013, producto de una serie de factores que contribuyeron a generar un shock de demanda, como ser: el incremento de los ingresos per cápita de China, una mayor apertura y desregulación de los mercados globales, 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 granos ucranianos a través de los puertos del Mar Negro, los precios que habían aumentado significativamente comenzaron a ceder. La tendencia al ajuste a la baja de los precios de los cereales y los oleaginosos se mantuvo durante todo el 2023 y parte del 2024.

La evolución de los precios de productos alimenticios se puede observar claramente en el siguiente gráfico a través de los índices de precios que elabora la FAO.



El índice de precios de los alimentos de la FAO se situó en setiembre de 2025 en 128,8. El índice se situó un 3,4% por encima de su valor de hace un año y un 19,7% por debajo del nivel récord de marzo de 2022.

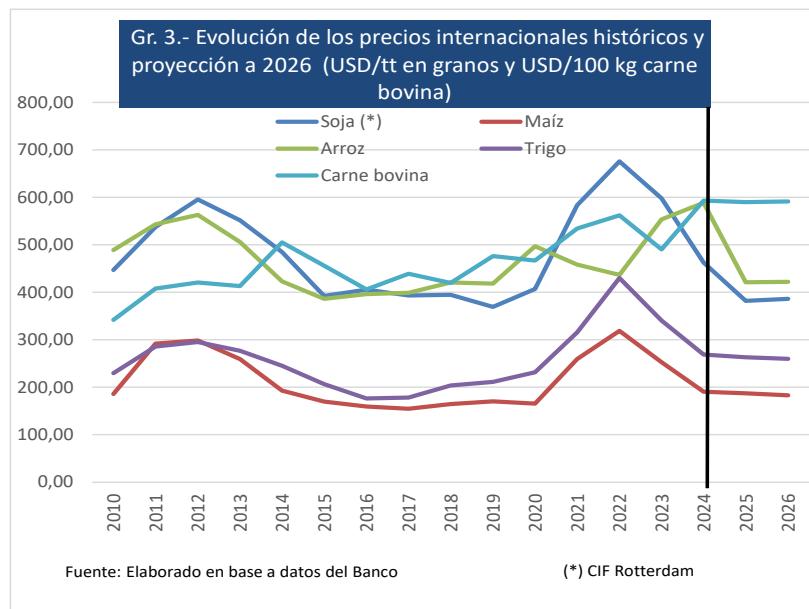
Por su parte, el índice de precios de los cereales de la FAO registró en setiembre de 2025 un promedio de 105,5 puntos, esto un 7,5% menos que en setiembre de 2024 y 39,5% menos que el récord histórico (mayo 2022). Subieron los precios mundiales de la cebada y el sorgo para la exportación, mientras que bajaron los del trigo y el maíz. Por su parte, el índice de precios de la FAO para todos los tipos de arroz cayó un 0,5 % en setiembre de 2025, al seguir repercutiendo en los precios la abundancia de suministros exportables y la débil demanda de importaciones.

El índice de precios de la carne de la FAO registró en setiembre 2025 un promedio de 127,8 puntos, esto es un 6,6% más que en setiembre 2024, alcanzando un nuevo récord histórico superando el anterior (junio 2022) en un 1,5%.

#### ***Perspectivas de corto y mediano plazo***

En la siguiente gráfica se presenta la evolución de los precios internacionales de los últimos años según el Banco Mundial<sup>11</sup> en la que se observa la evolución reciente de precios comentada y una proyección al 2026.

El último informe del Banco Mundial presentado en agosto 2025 proyecta que luego de la reducción verificada en los precios internacionales en 2023 y 2024 los precios de la soja, el maíz y el trigo mantendrían los actuales valores en 2025 y 2026. Comportamiento diferente se observa en el arroz que muestra una reducción en sus valores en 2025, luego de haber aumentado en 2003 y 2004. Por su parte, los precios internacionales de carne vacuna se mantendrían en los actuales valores, que por otra parte son elevados respecto de los históricos. Importa destacar, que con excepción de la soja, el resto de los productos agrícolas considerados (maíz, trigo y arroz) se mantendrían en los próximos años levemente por encima de su promedio anterior a la pandemia (2015-2019), en dólares corrientes.



<sup>11</sup> Banco Mundial-Commodity Prices (agosto 2025) y Banco Mundial Commodity Price Data (agosto 2025) .

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.

Según surge de la información sistematizada por el Consejo Internacional de Cereales (IGC por sus siglas en inglés)<sup>12</sup>, se proyecta una producción mundial total de granos (trigo y cereales secundarios) para 2025/26 de unas 2.400 millones de toneladas. Esta proyección particularmente elevada refleja principalmente la mejora de las previsiones de superficie y rendimiento de maíz en EE. UU., pero también con aumentos relativamente menores en el caso del trigo, el sorgo y la avena. Los cambios en el uso de granos absorben más de la mitad del aumento de la oferta, incluyendo aumentos en la demanda para raciones y el uso industrial.

Para el caso del maíz, se proyecta un aumento de las existencias (+6%) como consecuencia de las buenas condiciones climáticas y el buen estado del cultivo en EE.UU., así como el mayor ritmo para la cosecha en Brasil y las mejores previsiones para la producción en Ucrania. El resultado de esta recuperación de los stocks explica el debilitamiento reciente de los precios, situación que se mantendría en el corto plazo.

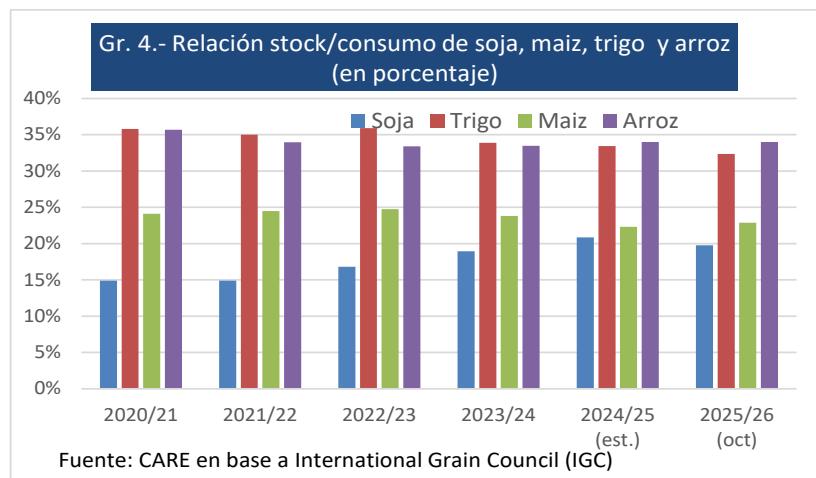
Para el caso del trigo se prevé que la producción mundial se eleve en 2025/26 a una cifra sin precedentes de 811 millones de toneladas (+0,4%), pero se espera que el incremento previsto en el consumo que podría provocar una nueva disminución de las existencias al cierre, que podría contribuir a mejorar los precios.

Para el caso particular de la soja, el IGC informa que la producción mundial en 2025/26 alcanzaría un máximo histórico de 430 millones de toneladas (+0,5%). Ante el crecimiento neto de la oferta total, cabe esperar que tanto el consumo como las existencias se eleven a cifras récord, pero manteniéndose seguramente la presión sobre los precios.

Para el caso del arroz, la relación stock consumo para 25/26 se mantendría en niveles similares a los del año anterior, por lo que no se deberían observar mayores cambios respecto de la situación vigente.

En el cuadro siguiente se presenta la evolución de la relación del ratio stock/consumo y la proyección esperada para la zafra 2025/26, para los principales granos.

<sup>12</sup>. Grain Market Report. 21 de Agosto de 2025



### **Perspectivas de largo plazo**

CARE consultó diversas fuentes de información<sup>13</sup>, y todas ellas coinciden en que los factores que explicaron la recuperación coyuntural de los valores hasta mediados de 2022, ya no están operando y los precios internacionales reales de los principales productos agrícolas reanudarán previsiblemente su tendencia a disminuir ligeramente a lo largo de los próximos 10 años. En consecuencia, se mantienen las previsiones de largo plazo sin mayores cambios respecto de los informes anteriores, respecto de que el **crecimiento de los precios nominales para los próximos 10 años no logaría compensar la devaluación del dólar, cayendo levemente en términos reales.**

En julio de 2025 se publicaron “Las Perspectivas Agrícolas 2025-2034 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. No obstante, el informe no incorpora los probables impactos de los acontecimientos recientes, incluidos los cambios en la política comercial y la mayor incertidumbre económica. Si estas incertidumbres persisten o se intensifican, podrían afectar a los mercados agrícolas mundiales en el mediano plazo a través de canales macroeconómicos como la inflación, los tipos de cambio y las trayectorias de crecimiento global.

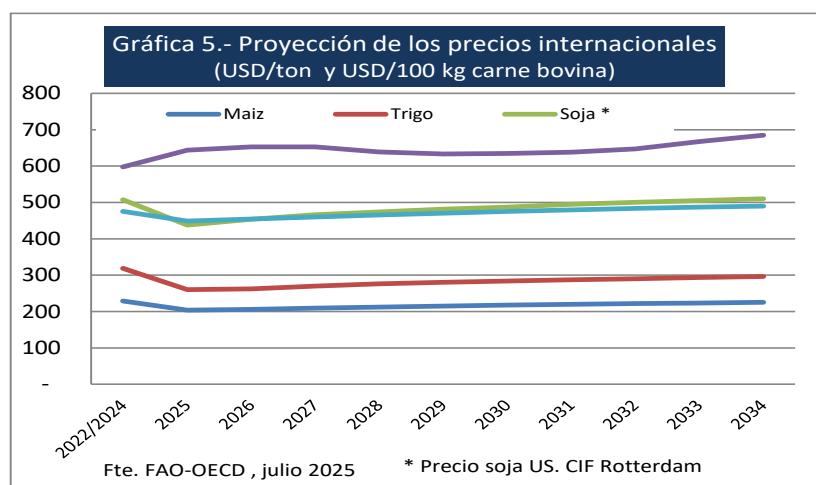
Los principales contenidos de ese último informe son los siguientes:

- El consumo total de productos agrícolas y pesqueros se estima que crecería un 13 % con respecto a los niveles actuales para 2034, y casi la totalidad de este aumento se produciría en los países de ingresos bajos y medios. Mientras que la mitad del crecimiento del consumo en los países de ingresos medios se atribuye al aumento per cápita, tres cuartas partes del crecimiento en los países de ingresos bajos se basa en el crecimiento demográfico.
- Se espera que el aumento de los ingresos disponibles y la urbanización, en particular en los países de ingresos medios, provoquen cambios en los hábitos alimentarios hacia alimentos más diversos y nutritivos, incluidos los productos ganaderos y pesqueros.

<sup>13</sup>. Perspectivas Agrícolas FAO-OCDE 2025-2034 (julio de 2025); USDA Agricultural Projections to 2034 (febrero 2025); Banco Mundial-Commodity Prices (Agosto 2025) y FAO- Índice de Precios de los Alimentos.

- Para satisfacer la creciente demanda, se proyecta que la producción agrícola y pesquera mundial se expanda un 14 % a durante la próxima década, y se espera que los países de ingresos medios sigan siendo las principales fuentes de expansión agrícola mundial. Estos cambios estructurales en la producción estarán impulsados por una combinación de la adopción gradual de tecnologías innovadoras y mejoradas, inversiones de capital y un uso más intensivo de fertilizantes, raciones y otros insumos. El crecimiento de la producción agrícola se basará principalmente en el aumento de la productividad, pero también se prevé una expansión de la superficie de cultivo y del stock ganadero, especialmente en África y el sur de Asia, donde persisten las limitaciones de acceso a tecnologías agrícolas modernas.
- La proyección a mediano plazo supone una modesta disminución de los precios reales anuales promedio de los productos agrícolas, como resultado de las continuas mejoras de la productividad promedio que reducen los costos de producción. La evolución de los precios reales también reflejará la volatilidad asociada a los impactos de las perturbaciones climáticas, las interrupciones de la cadena de suministro y las tensiones geopolíticas.

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



En febrero de 2025 el USDA presentó sus proyecciones agrícolas al 2034 (USDA Agricultural Projections to 2034). El informe refiere a la situación interna del país y realiza proyecciones de la producción y del comercio agrícola, así como también los precios internos para sus productores. Las proyecciones se basan en supuestos específicos, incluido un escenario macroeconómico, la política estadounidense existente y los acuerdos internacionales vigentes.

Las proyecciones del USDA suponen un escenario muy similar al de FAO-OCDE. En general estiman que los precios del trigo, el maíz y la soja seguirían cayendo lentamente hasta 2025 o 2026, para luego crecer levemente, aunque por debajo de la inflación. Para el caso particular del arroz y la ganadería, se espera una mayor caída, culminando al final del período por debajo de los precios actuales. Cabe recordar que las proyecciones en el caso de las

realizadas por el USDA refieren a los precios domésticos que reciben los productores americanos, por lo que los mismos pueden estar afectados por la demanda interna o por otros factores, y no tanto por el precio internacional.

FAO-OCDE y USDA proyectan precios a 2034, y según estas fuentes al final del período los valores estarían en niveles por debajo de los récords de 2022 y también del promedio de 2022-2024, con excepción de la carne bovina.

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

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

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

Fuente: CARE en base a USDA y FAO-OCDE

**Nota:** Incremento acumulativo anual

FAO-OCDE son precios internacionales período 2025-2034

USDA son precios internos período 2025-2034.

La tendencia de largo plazo parece estar relativamente clara, no obstante eso no implica que por situaciones coyunturales la trayectoria de los precios vaya a mostrar desvíos.

### 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.

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 Volcker" y en menor medida, en la crisis financiera de Lehman Brothers y en la pandemia del Covid 19. En todos los casos las reducciones de precios fueron muy moderadas se revirtieron en pocos años.

Durante el período 2000-2025, el incremento acumulativo anual del precio de la tierra en EEUU en dólares corrientes fue de un 5,69% anual, valor superior al de la inflación de la moneda norteamericana (2,55% anual en promedio), lo que determina un incremento real anual del 3,06% en los últimos 25 años.

El precio de la tierra (promedio) se había mantenido relativamente estable entre 2017 y 2020, con aumentos mínimos en el entorno a la inflación del dólar, pero en los últimos 5 años los valores se recuperan fuertemente mejorando en términos reales, y también acompañando la mayor inflación. Entre 2020 y 2025 el valor de la hectárea promedio lleva acumulado un aumento de un 39%; si se analizan por separado las tierras agrícolas de las ganaderas, las primeras tuvieron entre 2020 y 2025 un aumento del 43,5% mientras que las segundas un 37,1%.

El último informe del USDA<sup>14</sup> que reporta precios de 2025, da cuenta de un incremento de un 4,32% para el promedio de las tierras, respecto del año anterior. Por su parte, las tierras de uso agrícola aumentaron un 4,67% mientras que las de uso ganadero un 4,92%.



El USDA, reporta también el comportamiento de los precios de las tierras irrigadas y sin riego. Para el caso concreto de las tierras del "Corn Belt" (Missouri), el USDA en su reporte de agosto de 2024, muestra que los precios de las tierras irrigadas se ubican en promedio un 29% por encima de las no irrigadas.

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

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

El comportamiento del precio de la tierra en Brasil, está por lo general afectado por el efecto del tipo de cambio, en la medida que en ese país la cotización del recurso se realiza en su moneda (reales). Por ello, las fluctuaciones pueden ser amplificadas por este efecto. El precio en dólares muestra un crecimiento sostenido hasta el año 2014 para luego comenzar a caer hasta 2020, en un comportamiento similar al ocurrido en Uruguay. A partir de 2020 comienza a recuperarse en forma importante (12% en 2021, 8% en 2022 y 13% en 2023), pero aún se mantiene muy por debajo de los valores máximos.

<sup>14</sup>. USDA Land Prices, Agosto 2025

En 2024, el Instituto de Economía Agraria de San Pablo reporta un incremento del precio de la tierra de un 9% en reales. No obstante cabe recordar que en los últimos meses de 2024 la moneda brasileña mostró una fuerte devaluación frente al dólar, motivo por el cual el valor al finalizar el año muy probablemente estuviera por debajo del año anterior (2023) en dólares. En el grafico se considera el valor promedio del año de la tierra y tambien el promedio del tipo de cambio, por lo que el 2024 sigue mostrando un leve aumento (aproximadamente un 5% en dolares).



La historia económica reciente de Argentina ha hecho imposible disponer de una serie de precios actualizada y confiable de la tierra. La alta volatilidad de las políticas, las elevadas detracciones a las producciones agrícolas, los desajustes macroeconómicos y las restricciones al manejo de las divisas, generaron distorsiones en los valores que nada tienen que ver con la tendencia que deberían tener los precios de los campos. Los cambios que se están realizando en la política económica probablemente permitan en el mediano plazo retomar series confiables.

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

La Cámara Argentina de Inmobiliarias Rurales (CAIR), institución que analiza la evolución de ese mercado, informa que la actividad del mercado (no refiere a precios sino a transacciones) se ha visto recuperando en forma sostenida desde el 2024, como resultado directo del cambio de administración. El índice de actividad que estima la Cámara<sup>15</sup>, se ubicaba en julio de 2025 en 51,9 frente a los 21,5 puntos en que había cerrado en diciembre de 2023.

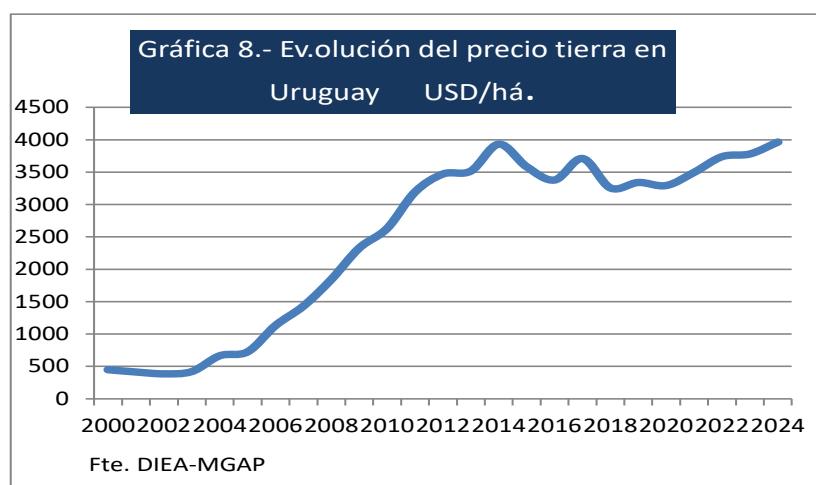
El mercado de campos en Argentina mantiene su atractivo, respaldado por la firmeza en la demanda, la diversificación de intereses y un entorno macroeconómico que, si se consolida, podría fortalecer aún más la ponderación de los activos rurales. La clave parece estar en garantizar la previsibilidad jurídica y estabilidad económica para sostener este proceso en el tiempo. Según informa la Cámara, algunas áreas ya presentan indicios de un proceso lento de revalorización paulatina. Esta tendencia se encuentra íntimamente ligada a las expectativas económicas y políticas del actual gobierno, siendo su alcance y duración dependientes del desempeño en estos ámbitos

<sup>15</sup>. El “Índice de actividad del mercado inmobiliario rural” (InCAIR) es un índice mensual que refleja la “actividad” del mercado. Se toma como base de referencia máxima 100 puntos, correspondientes al pico de máxima actividad histórica. No refleja precios/valores, solo actividad de mercado. Se comenzó a medir a partir del mes de noviembre del 2013.

En el caso de Uruguay, la información reportada por DIEA-MGAP para el promedio de las transacciones de tierras muestra que se verificó una muy fuerte valorización de los campos a partir de 2004 y hasta el 2014. A partir de 2015 comenzó un ajuste a la baja pero con un comportamiento un tanto errático, consecuencia seguramente de un bajo número de transacciones en donde la calidad y la localización de los campos comercializados tienen una gran incidencia en los valores medios.

A partir de 2021 el precio de la tierra en el Uruguay parece retomar su tendencia histórica de crecimiento, al aumentar un 6,2% en ese año y luego un 6,9% en 2022, guarismos seguramente influidos por el repunte de los precios internacionales, por el fortalecimiento del peso uruguayo con respecto al dólar, moneda con la que se realizan las transacciones de campos, así como también por la alta inflación internacional.

En 2023 el incremento en el precio de la tierra es de 1,1% y en 2024 vuelve a aumentar en un 4,9%. Cabe destacar, que el precio de la tierra en 2024, en términos nominales, supera levemente (+0,8%) el récord histórico de 2014.



Existen otras fuentes de información realizadas por consultoras y operadores del mercado<sup>15</sup>, que utilizando diferentes criterios de tasación estiman valores de campos de características similares y teniendo en cuenta los diferentes destinos productivos. Las metodologías más utilizadas son: la comparación de ventas reales de campos similares y la valuación según las rentas esperadas. En general el valor de mercado surge de la integración de ambas metodologías. Del estudio de varias tasaciones de campos a las cuales CARE tuvo acceso, los resultados obtenidos están alineados con la información suministrada por DIEA.

El informe del mercado de tierras del primer semestre de 2025 realizado por la consultora Agroclaro y publicado por El País, indica que se hicieron 62 negocios de compraventa de campos por un total de 66.500 hectáreas, incluyendo campos agrícolas, ganaderos y forestales. Según dicho informe, existiría una cierta estabilidad en los valores, aunque se observa una mayor demanda por campos con elevado potencial agrícola y buena ubicación en el litoral y litoral sur. Por otra parte, los campos ganaderos tienen menor presión de la demanda y a nivel general se han mantenido estables en sus valores durante el último año. Los campos forestales mantienen una buena demanda y se comercializan rápidamente.

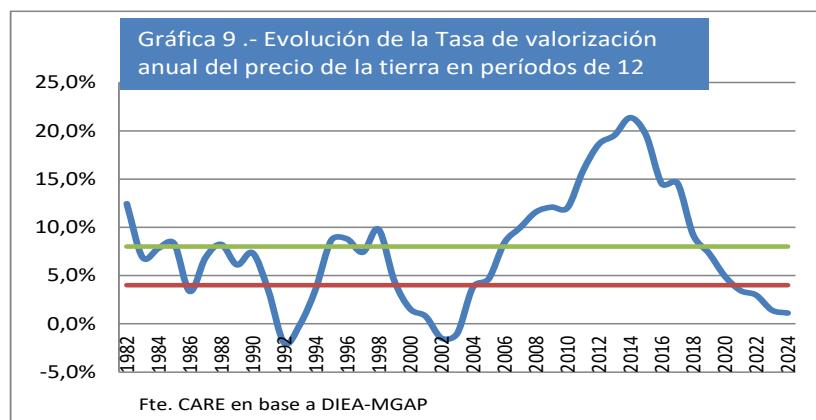
<sup>15</sup>. SERAGRO, Agroclaro, Consur y operadores privados

La valorización del precio de la tierra es un componente muy importante de ingreso final del fideicomiso (77%) por lo que lo que finalmente ocurría con su comportamiento tendrá una contribución sustancial con el retorno final de la inversión. El modelo financiero supuso una valorización acumulativa anual de un 8% (en dólares corrientes) durante 12 años, por lo que resulta importante conocer que ha sucedido en el pasado como forma de tener una cierta aproximación con lo que pueda ocurrir en el futuro.

Para ello CARE analizó con la información de los precios de la tierra (en dólares corrientes) de una serie de más de 50 años (1970 a 2024) la variación anual en períodos de 12, en donde se observa lo siguiente:

- En promedio, la evolución anual del precio de la tierra en períodos móviles de 12 años fue de 7,6%.
- No obstante en la serie aparecen 24 años (un 56%) en donde el aumento acumulativo anual en períodos de 12 años es menor al 8%, y 14 años en donde es menor al 4% valor sobre el que CARE recalculará la TIR.
- Actualmente, el precio de la tierra se encuentra un 14,2% por encima del de 12 años atrás; apenas un aumento en los últimos doce años de un 1,0% acumulativo anual.

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

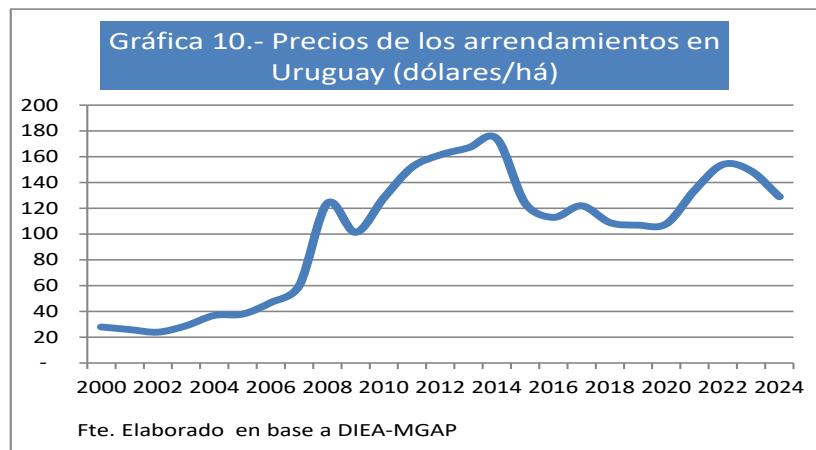


CARE entiende que si bien cabe esperar para el mediano y largo plazo aumentos sostenidos en los precios de la tierra, éstos no serían de similar magnitud que el pasado. Muy probablemente los aumentos de precios compensarán la inflación histórica de Estados Unidos, más un pequeño componente por incremento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

**c) El precio de los arrendamientos**

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

Según cifras de DIEA, el valor promedio de los arrendamientos ha ido en aumento hasta 2014 –con la sola interrupción en 2009- y a partir de 2015 se inició una importante caída hasta el 2016, para luego mantenerse relativamente estable. En 2021 y 2022, vuelven a aumentar en forma significativa los arrendamientos como consecuencia del fuerte incremento de los precios agrícolas, para comenzar a retroceder en 2023 y 2024.



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

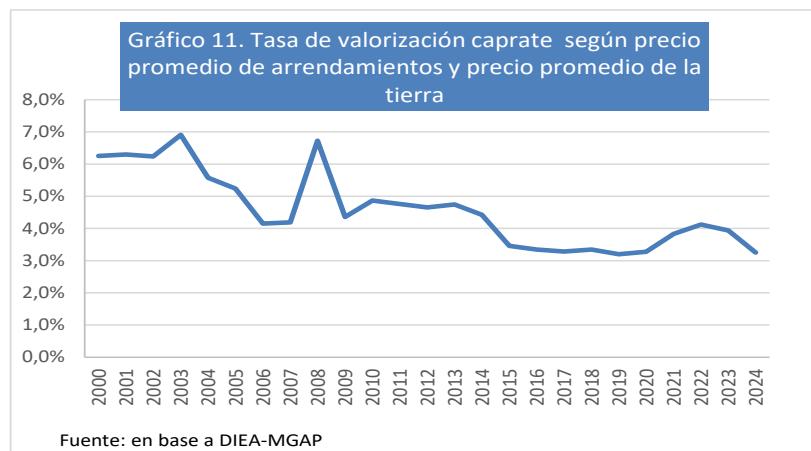
**Cuadro 13. Precio promedio de arrendamientos**

Año	Renta (USD/ha)	Índice base 2011=100
2010	128	84%
2011	152	100%
2012	162	106%
2013	167	110%
2014	174	114%
2015	124	82%
2016	113	74%
2017	122	80%
2018	109	72%
2019	107	70%
2020	108	71%
2021	134	88%
2022	154	101%
2023	149	98%
2024	129	85%

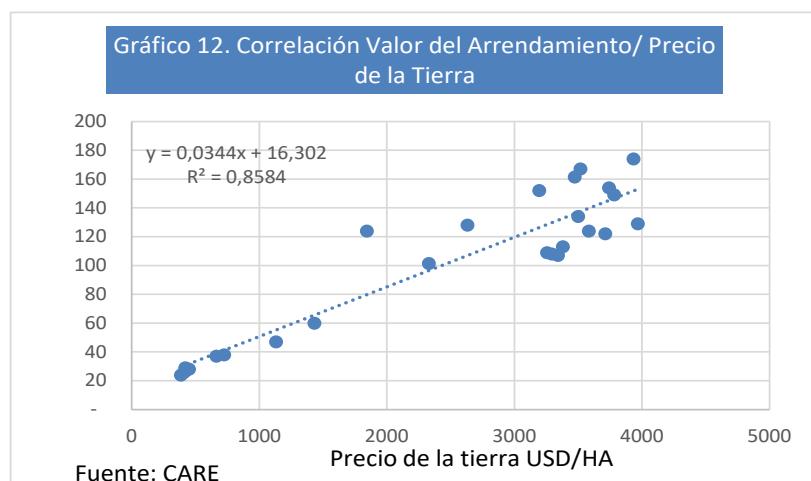
Fuente: DIEA-MGAP

Si el valor promedio de los arrendamientos a nivel nacional, se lo relaciona con el precio promedio de venta de la tierra al mismo nivel, se comprueba que la tasa de valorización (caprate) viene mostrando una tendencia descendente desde comienzos del siglo y hasta 2019, para luego estabilizarse y mostrando

un leve aumento en los años 2022 y 2023, seguramente por la incidencia del incremento de los precios agrícolas.



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



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

**Cuadro 14. Coeficientes de Correlación**

	R2
Precio tierra-novillo	0,93
Precio tierra-soja	0,82
Precio tierra-leche	0,89
Precio tierra-maiz	0,71
Precio arrendamiento-leche	0,88
Precio arrendamiento-soja	0,71
Precio arrendamiento-maiz	0,62

Fuente: CARE

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

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

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

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

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

## VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

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

En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos y cuantitativos - tanto los presentados por el estructurador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité de calificación de CARE entiende que los títulos recogen la calificación **BBB-.uy**<sup>17</sup> de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrián Tandler

<sup>17</sup>. **BBB-.uy.** Se trata de instrumentos que presentan un riesgo medio bajo para la inversión, ya que evidencian un desempeño aceptable y suficiente capacidad de pago en los términos pactados. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, y las características del entorno, dan en conjunto moderada satisfacción a los análisis practicados, sin perjuicio de alguna debilidad en cualquiera de las cuatro áreas de riesgo. Podría incrementarse el riesgo del instrumento ante eventuales cambios previsibles en los activos o sus flujos, en los sectores económicos involucrados, o en la economía en su conjunto. La probabilidad de cambios desfavorables previsibles en el entorno es de baja a media baja, y compatible con la capacidad de la administradora de manejarlos aunque incrementando el riesgo algo más que en las categorías anteriores. **El signo (-) indica que la calificación se acerca más a la categoría inferior de acuerdo al puntaje. Grado de Inversión mínimo**