

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

*Montevideo, octubre de 2025*

4	RESUMEN GENERAL
7	I INTRODUCCIÓN
13	II EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIOACION
15	III LA ADMINISTRACION
19	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 Fondo de Tierras Uruguay”**  
**27 - octubre - 2025**

<b>Fiduciario:</b>	Winterbotham Fiduciaria SA Administradora de Fondos de Inversión.
<b>Operador Administrador y Organizador:</b>	Farm & Forestry Management Services SRL (FMS)
<b>Agente de Registro y Pago:</b>	Winterbotham Fiduciaria SA Administradora de Fondos de Inversión.
<b>Entidad Representante:</b>	Bolsa Electrónica de Valores Sociedad Anónima
<b>Títulos emitidos:</b>	Certificados de participación
<b>Moneda:</b>	Dólares americanos
<b>Importe de la emisión:</b>	USD 52.010.000
<b>Fecha de la emisión:</b>	24 de abril 2013
<b>Plazo:</b>	12 años.
<b>Distribuciones:</b>	Anuales según resultados de ingresos por arrendamiento neto de costos y previsiones
<b>Activos del Fideicomiso:</b>	Inmuebles rurales con destino a arrendamiento y explotación, contratos de arrendamiento, pastoreo, entre otros.
<b>Vigencia:</b>	30 de abril de 2026
<b>Calificación de Riesgo:</b>	BB- uy <sup>1</sup>
<b>Manual utilizado:</b>	Manual de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros <sup>2</sup>

<sup>1</sup>. La calificación otorgada puede estar sujeta a modificación en cualquier momento según se deriva de la metodología de trabajo de CARE

<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 Fondo de Tierras Uruguay manteniendo la nota BB-.uy de grado especulativo.***

*Dado el momento actual de la gestión del fideicomiso, la nota puede no acompañar algunas alteraciones propias de este período de liquidación.*

Transcurrido el plazo original, la gestión del fideicomiso ha mantenido durante prácticamente todo el período dificultades para la concreción del plan de negocios y en consecuencia se han ido erosionando las estimaciones de los resultados. El valor actual de los campos, según la última tasación a diciembre de 2024, se mantiene en conjunto por debajo de la emisión y también por debajo del valor de compra. Los ingresos por arrendamientos obtenidos históricamente no han logrado generar excedentes suficientes como para cubrir los costos del fideicomiso y distribuir utilidades a los inversores, por lo que existe una muy alta probabilidad de que la TIR para el inversor termine siendo negativa.

En función de estas consideraciones, en la asamblea realizada el 18 de abril de 2024 los beneficiarios resolvieron decretar la liquidación anticipada del Fideicomiso. Ya fueron remitidos al Banco Central del Uruguay el testimonio de acta de asamblea extraordinaria junto con el plan de liquidación y un balance especial con informe de compilación a la fecha de la asamblea. Todos los comentarios recibidos por el Regulador fueron oportunamente salvados.

Otros aspectos salientes de la calificación son:

- Una construcción financiera que desde el punto de vista jurídico ofrece las garantías necesarias tal como se pudo apreciar en el informe jurídico de la calificación original.
- Una administración del Fideicomiso que ha tenido dificultades para lograr los objetivos esperados.
- En octubre de 2024 el Fideicomiso firmó contratos con tres escritorios para comenzar el ofrecimiento al mercado de dos de los predios del Fideicomiso. Durante el primer semestre del año no se recibieron ofertas, se espera que en el corto plazo y en cumplimiento con lo informado al Banco Central del Uruguay, se pongan en el mercado otros dos campos, lo que se está coordinando con el comité de vigilancia.
- Desde marzo de 2022 el Fideicomiso tiene la posesión de la quinta citrícola que estaba arrendada a Citrícola Salteña, el Operador se encuentra gestionando el mantenimiento y el manejo de los montes mientras se consigue un nuevo arrendatario o se vende. En 2024 se comercializó la fruta a una citrícola local y hubo dificultades para el cobro y problemas productivos por efectos del clima (exceso de lluvia y heladas); durante 2025 se ha venido cobrando con regularidad los saldos de las ventas de 2024. Respecto de la zafra actual, la fruta fue vendida a otra empresa en condiciones de precio similares a las de la zafra 2024, y se viene cobrando con normalidad. Respecto de los aspectos productivos, la falta de riego determinó que la fruta quedara de menor tamaño que lo ideal y hubo también heladas que afectaron la calidad de la fruta en algunas variedades, pero aparentemente en una magnitud menos grave que en 2024.

- El 24 de junio 2025 se realizó finalmente el desalojo del arrendatario del predio San Isidro, cuyo contrato había vencido el 1 de abril 2024, debía un monto importante por rentas y no se había logrado que entregara el campo. El operador se encuentra en la búsqueda de interesados por arrendar ese campo.
- Con excepción del predio San Isidro en el que se está buscando arrendatario y la quinta de citrus que es explotada por el Fideicomiso, el resto de los predios están arrendados, pero al menos 3 de ellos tienen los contratos recién vencidos, no obstante se está tolerando el año adicional de buen pagador que les permite la norma.
- En el período enero a junio 2025 los ingresos reales estuvieron un 17% por debajo de lo presupuestado mientras que los costos totales estuvieron un 13 % por encima, lo que resultó en una disminución significativa del resultado. Estaba previsto para el semestre un resultado positivo de USD 225.395 y se obtuvo un saldo de USD 48.241. Las diferencias en los ingresos se refieren en gran medida a momentos de cobro, por lo que podrían corregirse, mientras que los mayores egresos se explican básicamente por los gastos de la quinta de citrus que no se habían presupuestado.
- En 2024, el caprate con los ingresos devengados respecto al valor de los campos al 31 de diciembre de 2024 se ubicó en el entorno del 2,4%, mostrando una mejoría respecto del año anterior, explicado en gran medida por un mayores ingresos en el predio de mayor tamaño del fideicomiso (arrendamientos e ingresos de madera por corte de montes de FOSA). Este cálculo no considera los ingresos de la quinta de citrus, ya que no refieren a arrendamientos sino a ventas de fruta. Si bien el caprate ha mejorado en relación a los años anteriores, se mantiene en valores aun bajos respecto de lo que cabría esperar de acuerdo a las situaciones promedio. Este nivel de ingresos no permite generar fondos netos para distribuir a los beneficiarios. Para el 2025 es probable que el indicador baje un poco como consecuencia de que no habrá ingresos por rentas del predio San Isidro.
- La última tasación de los campos del fideicomiso fue realizada a diciembre de 2024, mostrando para toda la cartera de campos un aumento de apenas un 0,4% respecto de la anterior tasación y de esta forma, el valor de los campos a diciembre de 2024, en conjunto estaría un 6,1% por debajo del valor de compra y un 13,0% por debajo de la emisión.
- Los precios de la mayor parte de los productos agropecuarios, han mostrado en el pasado una tendencia al crecimiento en términos 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 post cosecha.

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

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

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

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

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

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

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

**a. Antecedentes generales**

- En abril de 2015, se completó el proceso de compra de campos alcanzando a las 13.492 hectáreas. Dicho proceso fue realizado conforme a lo proyectado en el modelo de negocios del Prospecto de Emisión y su posterior modificación de 2013.
- El precio medio logrado en las transacciones fue de 3.572 dólares por hectárea; valor inferior al proyectado en el modelo de negocios, que era de 3.690 dólares.
- Se han constatado desde el inicio dificultades en la implementación del plan de negocios en lo que refiere a la concreción de arrendamientos, al menos hasta mediados de 2020, así como al cobro de los mismos durante todo el período.
- A los efectos de monitorear el punto anterior, CARE contrató oportunamente un estudio de relevamiento de suelos con el fin de caracterizar los predios según aptitudes productivas y a partir de ellas estimar ingresos mínimos de arrendamiento.
- Se han dado ciertos diferendos entre los actores de la gobernanza de Fideicomiso.
- El Comité de Vigilancia entiende que a su criterio el caprate mínimo al cual debería aspirarse es de 2,5 %, el cual no ha sido alcanzando, guarismo que en términos generales es compartido por CARE, como se verá más adelante.
- Sobre fines de 2017 se firmaron contratos para el inicio de la explotación agrícola en los campos del norte, por un total de 2.180 hectáreas en los tres campos. La experiencia no fue buena por problemas climáticos y de arrendatarios, el fideicomiso no logró hacerse de las rentas.
- Se llegó a un acuerdo respecto del diferendo existente con la compra del predio de San Isidro. De esta forma se liberó el depósito de parte del precio y se firmó el acuerdo con el vendedor. Esto implicó un ingreso adicional para el Fideicomiso de aproximadamente 800 mil dólares, y el compromiso del operador de gestionar ante la Dirección General Forestal una autorización de desmonte de un mínimo de 356 hectáreas; solicitud que fue denegada por la DGF.
- En 2019 se firmó un contrato de arrendamiento a 8 años en uno de los predios de Artigas (La Arrocera), por el 100% del campo para realizar una explotación agrícola-ganadera (921 hectáreas). El 13 de noviembre de 2019 se firmó con el mismo arrendatario un contrato de arrendamiento por 652,5 hectáreas del campo San Juan, con destino a la actividad ganadera. El campo San Juan es lindero a La Arrocera, el cual ya se encontraba arrendado a la misma persona, por lo que mediante este contrato se amplió el área tomada en iguales condiciones y con igual garantía. La firma de este contrato implicó arrendar el campo en su totalidad, lo cual no había sido posible hasta el momento.
- El 30 de abril de 2019 se firmó un contrato de arrendamiento por el 100% del campo de Lavalleja, por un plazo de 5 años. Se generaron algunos problemas con atrasos en el pago de las rentas, que finalmente se compensaron con el reconocimiento de inversiones que realizó el arrendatario.

- En junio de 2020 se firmó contrato de arrendamiento a 4 años por 1.675 hectáreas en el predio de Artigas que aún no estaba totalmente arrendado, alcanzándose de esta forma el arrendamiento de la totalidad de los tres predios de ese departamento.
- Con fecha 29 de julio de 2020, se suscribió contrato de arrendamiento a 4 años por el área principal de La Española (4.300 has aproximadamente), y de esta manera el fideicomiso pasó finalmente a tener -en ese momento- el 100% del área arrendada.
- Sobre fines de mayo de 2020 la DINAMA notificó la Autorización Ambiental Previa habilitando la plantación forestal en el predio de La Española por un total de 173 hectáreas superficie menor a lo solicitado (313 has).
- En febrero de 2019 la empresa Citrícola Salteña SA entró en concurso de acreedores. Esta situación determinó que a partir de esa fecha se dejara de cobrar el arrendamiento de uno de los predios del fideicomiso arrendado a esa empresa (una quinta de citrus). El 8 de junio de 2021, se hizo lugar a la revisión judicial del contrato de arrendamiento, y finalmente el 22 de marzo de 2022 el Fideicomiso recibió el campo nuevamente.
- En marzo de 2022 la empresa Citrícola Salteña fue vendida a Frutura y en consecuencia el contrato de arrendamiento y la promesa de venta futura que tenía la empresa con el Fideicomiso cayeron. La deuda pre concursal que mantenía Citrícola Salteña con el Fideicomiso era de aproximadamente USD 150.000, y la post concursal de aproximadamente USD 700.000; la primera no se cobró, mientras que de la segunda se cobraron finalmente 157.000 dólares en 2023. El campo se encuentra actualmente (desde el 30/3/22) en posesión del Fideicomiso, gestionado por el Operador y está en la búsqueda de un nuevo arrendatario o la venta.
- En la medida en que el campo fue adquirido con una promesa de venta futura, y que el precio que pagó el Fideicomiso contemplaba solo el valor de la tierra (y no de los montes citrícolas o infraestructura), cuando cae la promesa de venta futura y Citrícola Salteña es liquidada, el Fideicomiso pasó a estar en control de todo el inmueble (incluidos los montes citrícolas y toda la infraestructura sobre éste). Esto podría representar un incremento patrimonial significativo para el Fideicomiso, siempre y cuando se logre una venta futura a una empresa del rubro. Por el momento esto no ha ocurrido y no parece sencillo. Para mantener ese potencial aumento patrimonial es muy importante hacer un mantenimiento de los montes, proteger la sanidad y mantener la producción de fruta.
- En la actualización de marzo de 2023 CARE ajustó la nota al nivel actual.
- En mayo de 2023 el arrendatario del predio La Española comunicó su intención de rescindir el contrato, aduciendo problemas sanitarios (brucelosis), climáticos (sequía) y financieros. En setiembre de 2023 se firmó un contrato de arrendamiento con el nuevo arrendatario por un plazo de 1 año. El predio de La Española representa el 39% de la superficie del Fideicomiso y el 30% aproximadamente de los ingresos totales.

- El 17 de noviembre de 2023 se realizó una Asamblea de Beneficiarios a los efectos de acordar ciertas modificaciones al contrato de fideicomiso atendiendo a la necesidad de regular correctamente el proceso liquidatario del mismo previsto para los próximos años. Se firmó la modificación con fecha 19 de enero de 2024.
- El 18 de abril de 2024 se realizó una asamblea extraordinaria y los beneficiarios resolvieron decretar la liquidación anticipada del Fideicomiso. Tal circunstancia fue informada como hecho relevante al mercado y fueron remitidos al Banco Central del Uruguay el testimonio de acta de la asamblea junto con el plan de liquidación y un balance especial con informe de compilación a fecha de la asamblea. En julio 2024 el Banco Central del Uruguay solicitó algunas aclaraciones al plan de liquidación, las que fueron contestadas por el Fiduciario y aprobadas por el BCU.
- En principio el plan de liquidación establece los criterios de venta y los posibles plazos, así como la intervención del Fiduciario, el Comité de Vigilancia y la Asamblea de Beneficiarios. El plan de liquidación definido, supone un plazo de venta de hasta tres años, la utilización de las tasaciones como referencia, la contratación de escritorios rurales, el mantenimiento de los campos arrendados, entre otras consideraciones. En octubre 2024, el Fideicomiso firmó contratos con tres escritorios rurales para comenzar el ofrecimiento al mercado de los predios Sopas y el Ombú, por el momento no se han recibido ofertas
- El 30 de abril de 2024 venció el contrato del predio Sopas, se cancelaron las deudas y se entregó el campo. En el mes de julio ingresó un nuevo arrendatario al predio, con un contrato a un año, que pagará una renta igual a la anterior (87 USD/ha).
- En 2024 el arrendatario de dos superficies menores en los establecimientos San Juan y San Tomás entregó los campos, los que fueron tomados por los arrandatarios que explotaban el resto de la superficie.
- Al 31 de diciembre de 2024 se presentó la tasación anual de los campos del fideicomiso por parte de la consultora CONSUR, estimándose un valor promedio de 3.353 USD/ha, lo que representó un aumento de apenas un 0,4% respecto del año anterior. El valor actual promedio de la hectárea del fideicomiso acumula un descenso del valor con respecto a su valor de compra de un 6,1%. (equivale a USD 2.961.424).

#### **b. Hechos salientes del período**

- El 24 de junio 2025 se realizó finalmente el desalojo del arrendatario del predio San Isidro, cuyo contrato había vencido el 1 de abril 2024 y no había accedido a entregar el campo. El arrendatario mantiene una deuda de aproximadamente 180.000 dólares y se está gestionando su cobro a través de un juicio ejecutivo. El operador se encuentra en la búsqueda de interesados por arrendar ese campo.
- Con excepción del predio San Isidro y la quinta de citrus que es explotada por el Fideicomiso, el resto de los predios están arrendados, pero al menos 3 de ellos tienen los contratos recién vencidos, no obstante se está tolerando el año adicional de buen pagador que les permite la norma.

- Sobre fines de 2024 se comenzó con el retiro de la madera cosechada en los montes forestales plantados por FOSA en el predio de La Española. Por el momento la actividad de cosecha y retiro de la madera se está desarrollando con normalidad y el Fideicomiso está recibiendo ingresos adicionales
- El operador y el fiduciario lograron acordar con la empresa compradora de la fruta de citrus de la zafra 2024, la entrega de cheques para cobrar el saldo adeudado, los que se han venido cobrando con regularidad.
- Para la zafra actual (2025), la fruta fue vendida a otra empresa en condiciones de precio similares a las de la zafra 2024. Durante el primer semestre se cosechó la Clemenule y la Navel, lográndose un resultado menor al esperado por problemas climáticos. La falta de riego determinó que la fruta no lograra el mejor calibre, le faltara color y finalmente las heladas interrumpieran la cosecha, quedando algo de fruta sin vender en los árboles. En el segundo semestre se cosecha la Orri. No obstante, la zafra sería mejor a la del año anterior a pesar de esas pérdidas. Por el momento se ha venido cobrando sin mayores inconvenientes.
- Si bien los ingresos que se obtienen de la venta de la fruta apenas estarían dando para cubrir los costos de la quinta, lo importante es que se mantiene operativa la unidad productiva y si se lograra vender como una empresa citrícola ello tendría un efecto positivo sobre el patrimonio del fideicomiso.
- Se sigue con la venta de madera de la quinta de citrus. Hasta el momento se han vendido casi 16.000 toneladas de madera con un ingreso bruto de unos 210 mil dólares.
- Los ingresos brutos del Fideicomiso en el período enero a junio 2025 estuvieron un 17% por debajo de lo presupuestado. Esta disminución de los ingresos se explica por rentas no cobradas en San Isidro (arrastra una deuda importante y al no entregar el campo ha generado nuevas deudas), San Juan y La Arrocera (menores rentas cobradas) y San Tomás (la renta de arroz se cobra en julio). Parte de esta reducción de ingresos fue parcialmente compensada por mayores ingresos en otros tres campos del fideicomiso (madera de La Española y Quinta de citrus y refinanciaciones de un arrendatario).
- Los gastos totales por su parte tuvieron un aumento del 13%, explicado en gran parte por los costos de la quinta de citrus que no estaban presupuestados ya que estaba previsto su arrendamiento, y también gastos asociados a los juicios en curso.
- La caída en los ingresos y el incremento de los costos proyectados, llevó a un menor resultado que el presupuestado (se esperaba un saldo positivo de USD 225.395 y se obtuvo un saldo de USD 48.241)
- Durante el primer semestre hubo dos campos ofrecidos en venta a través de los tres escritorios contratados, no habiéndose recibido ofertas concretas. De acuerdo a lo acordado con el BCU, en el corto plazo se ofrecerán al mercado dos predios más<sup>4</sup>.

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

### **3. Información analizada**

La información analizada fue la siguiente:

- Estados Contables intermedios del Fiduciario al 30/06/2025.
- Estados Contables intermedios del Fideicomiso al 30/06/2025.
- Estados Contables del Operador al 31 de diciembre de 2024, con informe de compilación.
- Informes de Winterbotham Fiduciaria S.A. el último al segundo trimestre de 2025.
- Informes de actividades del operador, el último al segundo trimestre de 2025.
- 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.

## II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

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

### 1. Descripción general

**Denominación:** Fideicomiso Financiero Fondo de Tierras Uruguay

**Fiduciario:** Winterbotham Fiduciaria SA Administradora de Fondos de Inversión.

**Operador**

**administrador:** Farm & Forestry Management Services SRL.

**Agente de**

**Registro y Pago:** Winterbotham Fiduciaria SA Administradora de Fondos de Inversión.

**Entidad**

**Representante:** Bolsa Electrónica de Valores S. A.

**Cotización**

**bursátil:** Bolsa Electrónica de Valores S. A.

**Organizador:** Farm & Forestry Management Services SRL

**Títulos emitidos:** Certificados de participación

**Activos del  
Fideicomiso:**

El Fideicomiso invirtió en la compra de inmuebles rurales para desarrollar una explotación agropecuaria a través fundamentalmente del arrendamiento de todos ellos.

**Moneda:** Dólares

**Importe de  
la Emisión:** USD 52.010.000

**Fecha de  
la Emisión:** 24 de abril de 2013

**Plazo:** 12 años

**Distribuciones:** Anualmente según el resultado de ingresos por arrendamientos, netos de costos y previsiones.

**Calificación  
de Riesgo:** BB-.uy

**Manual  
utilizado:** Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros.

## **2. El análisis jurídico**

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

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

## **3. Riesgos considerados**

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

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

### III. LA ADMINISTRACIÓN

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

#### 1. La Fiduciaria

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

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

En esta oportunidad, la fiduciaria presenta EE.CC intermedios al 30/06/2025. En primer término, el estado de situación patrimonial a esa fecha.

<b>Cuadro 1: Estado de Situación de Winterbotham (miles \$)</b>			
<b>Concepto</b>	<b>30/6/2025</b>	<b>31/12/2024</b>	<b>31/12/2023</b>
<b>Activo</b>	<b>107.415</b>	<b>115.477</b>	<b>96.814</b>
Activo Corriente	33.652	34.640	23.382
Activo no Corriente	73.763	80.837	73.431
<b>Pasivo</b>	<b>47.510</b>	<b>55.255</b>	<b>47.654</b>
Pasivo Corriente	4.939	6.163	4.189
Pasivo no Corriente	42.570	49.092	43.465
<b>Patrimonio</b>	<b>59.905</b>	<b>60.221</b>	<b>49.159</b>
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>107.415</b>	<b>115.477</b>	<b>96.814</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>6,81</b>	<b>5,62</b>	<b>5,58</b>

Fuente: EE.CC Winterbotham

En cuanto a los resultados se presentan resumidamente en el cuadro siguiente.

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

Concepto	30/6/2025	30/6/2024	31/12/2024
Ingreso de actividades ordinarias	16.406	14.552	30.601
Gastos de Administración	(12.151)	(11.227)	(22.383)
<b>Resultado Operativo</b>	<b>4.255</b>	<b>3.325</b>	<b>8.219</b>
Resultados de inversiones y financiamiento	(3.410)	1.658	6.594
<b>Resultados antes de Impuestos</b>	<b>845</b>	<b>4.983</b>	<b>14.813</b>
Impuesto a la Renta	(1.161)	(1.634)	(3.751)
<b>Resultado del Periodo</b>	<b>(316)</b>	<b>3.349</b>	<b>11.062</b>

Fuente: EE.CC Wintherbotham

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

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

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

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

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

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

En esta ocasión y de acuerdo al último cierre presentado al 31/12/2024 con informe de compilación; no se encuentra ningún motivo para cambiar de opinión.

## 3. El Fideicomiso

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

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

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

En el cuadro siguiente se muestran los principales conceptos de la situación financiera del Fideicomiso al cierre intermedio del primer semestre de 2025 y su comparativo con períodos anteriores.

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

Concepto	30/6/2025	31/12/2024	31/12/2023
<b>Activo</b>	<b>47.686</b>	<b>47.550</b>	<b>47.281</b>
Activo Corriente	2.461	2.325	2.219
Activo no Corriente	45.225	45.225	45.061
<b>Pasivo</b>	<b>237</b>	<b>236</b>	<b>397</b>
Pasivo Corriente	236	236	397
Pasivo no Corriente	-	-	-
<b>Patrimonio</b>	<b>47.449</b>	<b>47.314</b>	<b>46.884</b>
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>47.686</b>	<b>47.550</b>	<b>47.281</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>10,43</b>	<b>9,85</b>	<b>5,59</b>

Fuente: EE.CC del Fideicomiso

Según el cuadro precedente, el patrimonio contable a la fecha de cierre del semestre informado era de USD 47.4 millones, cifra que sigue siendo inferior, aún en valores nominales, al valor de la emisión recibida de USD 52 millones.

Los resultados al cierre del 30/06/2025, se exponen en el cuadro siguiente.

**Cuadro 4: Estado de Resultados del Fideicomiso (miles de USD)**

Concepto	30/6/2025	30/6/2024	31/12/2024
Ingresos por actividades ordinarias	531	528	1.373
Costos asociados	(212)	(251)	(382)
Cambio en el valor razonable inversión	-	-	135
<b>Resultado Operativo Bruto</b>	<b>318</b>	<b>277</b>	<b>1.127</b>
Gastos de Administración y otros	(197)	(106)	(736)
<b>Resultado Operativo</b>	<b>121</b>	<b>171</b>	<b>391</b>
Ingresos financieros y otros	18	6	62
Costos financieros	(2)	(2)	(4)
Resultados posición monetaria neta	2	(4)	(14)
<b>Resultados antes impuestos</b>	<b>138</b>	<b>171</b>	<b>435</b>
Impuesto a la renta	(3)	(3)	(5)
<b>Resultado del periodo</b>	<b>135</b>	<b>169</b>	<b>430</b>
Otros resultados integrales	-	-	-
<b>Resultado Integral del periodo</b>	<b>135</b>	<b>169</b>	<b>430</b>

Fuente: EE.CC del Fideicomiso

No corresponde en este caso realizar nuevas tasaciones por tratarse de un cierre intermedio por lo que el eventual cambio de valor no incide ni en los resultados ni en el patrimonio del semestre.

La descripción y análisis de estos resultados se realizan en otra sección de este informe.

Como se ha informado, el Fideicomiso ha iniciado el proceso de liquidación y en este contexto, los beneficiarios han decidido poner a la venta dos de las ocho propiedades de inversión que posee que representan el 6% de la superficie total. Como las propiedades siguen generando ingresos por arrendamiento y no hay plazo para la liquidación, los estados financieros comentados fueron elaborados de acuerdo al principio de empresa en marcha.

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

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

**Riesgo administración**, Han existido y se mantienen ciertas dificultades para la gestión del fideicomiso. *Riesgo bajo-medio*.

**Riesgo de conflictos**, derivado de la posibilidad de juicios capaces de interferir con el mandato recibido y en tanto la existencia de previsiones para enfrentarlos. *Riesgo medio*.

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

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

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

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

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

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

### 2. Gestión de los arrendamientos

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

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

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

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

Establecimiento	2022	2023	2024
Predio 1	2,2%	2,1%	3,9%
Predio 2	2,1%	1,8%	1,7%
Predio 3	1,7%	1,6%	1,7%
Predio 4	2,7%	2,4%	2,4%
Predio 5	2,0%	1,9%	1,9%
Predio 6	0,0%	0,0%	0,1%
Predio 7	4,4%	4,7%	4,0%
Predio 8	3,1%	3,3%	2,5%
<b>Total</b>	<b>2,0%</b>	<b>1,9%</b>	<b>2,4%</b>

Fuente: En base al Operador y Comité de Vigilancia.

Para 2024 la mejora en el arrendamiento del predio de mayor escala y la venta de madera de ese predio, contribuyó a mejorar el caprate. Sin embargo, se recuerda que esta información refiere a arrendamientos devengados, por lo tanto lo que finalmente ocurría con el cobro de los atrasos y con los conflictos, podría modificar esos porcentajes.

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

Puede observarse en el cuadro 5 que solamente dos predios estarían logrando un caprate que supera al promedio del país y son tres los que superarían el mínimo que permitiría comenzar a generar excedentes.

En la Sección V se presenta un histórico de relaciones entre arrendamientos y valores de la tierra a nivel nacional (grafico 11).

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

### **3. El precio de compra y valoración actual.**

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

A diciembre de 2024 se presentó la tasación anual de los campos del fideicomiso, la que fue realizada por la misma consultora que los tres años anteriores (CONSUR). El valor de la hectárea promedio se incrementó en apenas un 0,4% en esa oportunidad, prácticamente mantuvo los valores del año anterior.

<sup>5</sup>. El valor medio de los arrendamientos según DIEA para el 2024 fue de 129 dólares/ha mientras que el valor medio de la tierra para ese mismo período fue de 3.967 dólares/ha, lo que determina un caprate a nivel nacional de 3,3%.

Al 31 de diciembre de 2024, luego de casi 12 años de la emisión y a 10 años de haber culminado con la adquisición del último de los campos, el valor de tasación del conjunto de los establecimientos se encuentra un 6,1% por debajo del precio de compra.

Si se analiza la situación particular de cada uno de los campos del portafolio con la información a diciembre de 2024, se observa que el comportamiento no ha sido el mismo en todos los casos, algunos han bajado mucho más que otros, incluso algunos han mejorado su valor de tasación respecto de la compra, en un mercado que en general ha sido también a la baja<sup>6</sup>

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

**Cuadro 6. Valor de los campos a diciembre de 2024 respecto de su valor de Compra**

Establecimiento	Variación
Predio 1	4,5%
Predio 2	-9,3%
Predio 3	-1,8%
Predio 4	-19,3%
Predio 5	-26,3%
Predio 6	17,2%
Predio 7	43,9%
Predio 8	13,1%
<b>PROMEDIO FIDEICOMISO</b>	<b>-6,1%</b>
<b>Promedio DIEA (2024/2014)</b>	<b>0,8%</b>

Fuente: CARE.

A nivel país, en 2024 los campos valdrían apenas un 0,8% más que en el año 2014 (valores nominales), fecha en la cual se adquirieron la mayor parte de los establecimientos del Fideicomiso. En este sentido, podría decirse que el momento de entrada no habría sido el mejor, ya que justamente el 2014 fue el año récord de precios<sup>7</sup>.

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

Considerando el promedio ponderado de los campos la caída del precio fue de 6,1%, frente a un 0,8% de aumento para el promedio nacional.

<sup>6</sup>. Como bien se detalla en la Sección V, los campos en el Uruguay perdieron valor entre 2014 y 2021. En los últimos años han recuperado y a 2024 se encontraban a nivel país en valores apenas un 0,8 en términos nominales por encima de 2014.

<sup>7</sup>. El 95% del área fue adquirida entre enero y octubre de 2014.

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

- Tasas de valorización de la tierra**

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

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

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

Actualmente el valor de la tierra de acuerdo a las tasaciones realizadas está en un valor medio de 3.353 USD/ha, un 6,1% por debajo del valor de compra, por lo que para recuperar mínimamente la inversión inicial los predios deberían venderse por encima de lo estimado en las tasaciones. Es una posibilidad, pero ello depende en gran medida de que los predios se mantengan arrendados, con buenos arrendatarios, manteniendo las inversiones y mejorando, además de que también mejoren los valores de la tierra a nivel del país.

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

La emisión fue de USD 52.010.000 y se destinaron 48.193.424 para la adquisición de los campos. Al 31 de diciembre de 2024 el valor de todos los predios según la última tasación es de USD 45.232.200, por lo tanto para recuperar el valor de la emisión (52 millones), los campos deberían venderse en promedio un 15% por encima del valor de la tasación, porcentaje que en este caso si parece elevado.

El patrimonio contable del Fideicomiso al 30 de junio de 2025 es de 47,7 millones de dólares, de esta forma si se lograran vender los campos un 9,5% por encima de los valores de tasación se podría recuperar la totalidad de la inversión. La cifra es elevada, pero no imposible de alcanzar.

- Tasas Internas de retorno esperadas**

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

Los resultados se presentan en el cuadro siguiente.

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

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

Fuente: CARE

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

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

## 5. Estimación del costo de oportunidad del capital

La forma de evaluar si una TIR es atractiva o no, es compararla con el costo de oportunidad del capital.

Para las condiciones actuales de tasas de interés internacionales y riesgos, el costo de oportunidad del capital, estimado por CARE sobre la base del modelo de valoración CAPM (Capital Asset Pricing Model)<sup>8</sup>, es de 5,34%. Este valor se calcula sobre la base del promedio de 5 años y utilizando el “beta” promedio de empresas de producción agropecuaria, el cual se ubica en 0,79<sup>9</sup>, lo que indica que la inversión en producción agropecuaria tiene un menor riesgo y variabilidad que el promedio de todas las actividades en ese mercado. Esta estimación corresponde a una tasa en dólares americanos y dicho valor suele compararse con la TIR del proyecto.

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 la curva en dólares (CUD) a 10 años está en 4,77%.

En este caso, la TIR esperada del inversor en CPs está muy por debajo de cualquiera de las tasas, por lo que la TIR esperada actualmente para los CPs, no sería satisfactoria en la comparación con estos parámetros.

Si bien estas comparaciones no pueden tomarse en sentido estricto, constituyen una referencia que –entre otras- ayuda a conformar un juicio acerca del retorno proyectado de los certificados de participación.

<sup>8</sup>. A. Damodaran, "Estimating Equity Risk Premiums" Stern School of Business.

<sup>9</sup>. Se consideraron los betas promedio de empresas de producción agrícola en mercados emergentes según A. Damodaram

<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 todo lo desarrollado en esta sección existe incertidumbre sobre la generación de ingresos en una cuantía suficiente como para alcanzar rentabilidades aceptables. *Riesgo medio alto.*

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

## V. EL ENTORNO

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.

Este Fideicomiso en particular ya se encuentra iniciando su etapa de liquidación, por lo que parte de la información que se analiza en este capítulo -especialmente la que refiere al largo plazo- no aplica en su totalidad. 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.

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 post cosecha.

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.

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 24% de los retornos de la inversión se explican por arrendamientos y aparcerías.

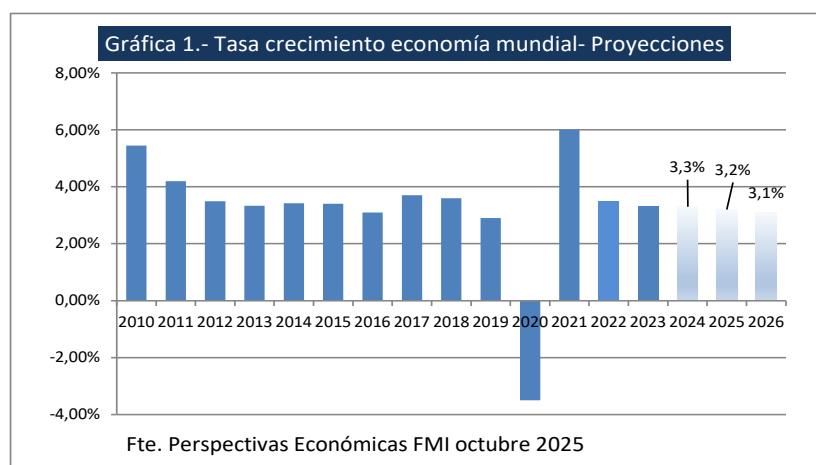
Existe consenso entre diferentes organismos internacionales que para alimentar la población mundial hacia el 2050, la producción agrícola deberá aumentar considerablemente, ya que la población mundial será más numerosa (más de 9 mil millones de habitantes), con más poder adquisitivo y más urbana. La 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**

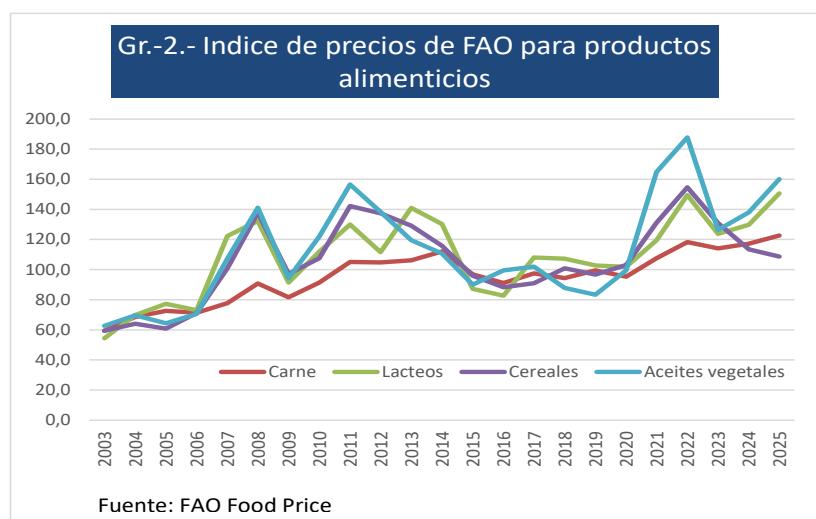
Los precios agrícolas mostraron un fuerte aumento en sus valores a partir de 2005 y hasta el 2013, producto de una serie de factores que contribuyeron a generar un shock de demanda, como ser: el incremento de los ingresos per cápita de China, una mayor apertura y desregulación de los mercados globales,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



<sup>9</sup>. Banco Mundial-Commodity Prices (octubre 2024) y Banco Mundial Commodity Price Data (febrero 2025).

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.



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.

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

Según surge de la información sistematizada por el Consejo Internacional de Cereales (IGC por sus siglas en inglés), 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.

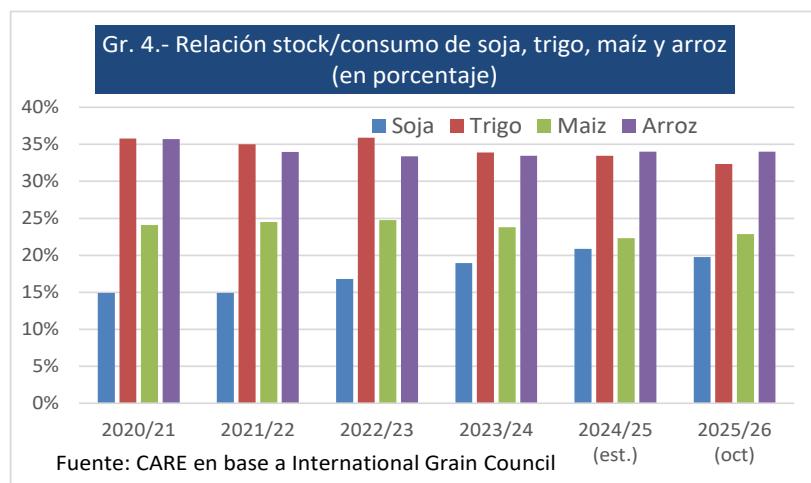
Para el caso del maíz, se proyecta un aumento de las existencias (+6%) como consecuencia de las buenas condiciones climáticas y el buen estado del cultivo en EE.UU., así como el mayor ritmo para la cosecha en Brasil y las mejores previsiones para la producción en Ucrania. El resultado de esta recuperación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

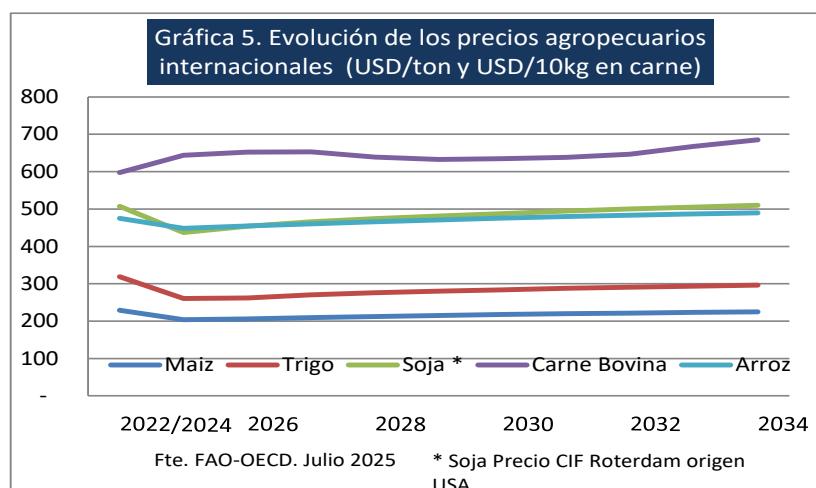
Los principales contenidos de ese último informe son los siguientes:

- 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.
- 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.

<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.

- 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 seguirán 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 8. 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.

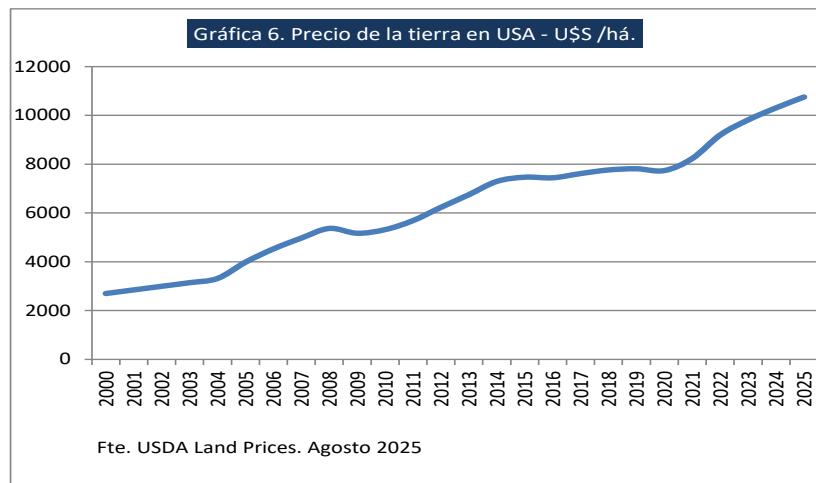
En este caso se actualiza el comportamiento de los precios en diferentes países considerados de importancia, en el entendido de que sus tendencias podrían generar información respecto de lo que podría ocurrir en nuestro país.

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 el pandemia del Covid 19. En todos los casos las reducciones de precios fueron muy moderadas se revirtieron en pocos años.

Durante el período 2000-2025, 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 9. Precio de la tierra regada y no regada en el Corn Belt de EEUU (USD/ha)**

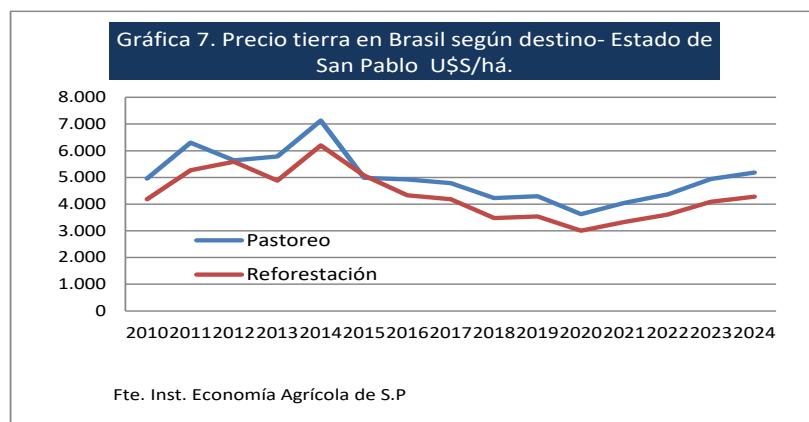
	2020	2021	2022	2023	2024	Variación 2024/23
Regada	11.713	12.059	13.591	14.184	14.826	4,5%
No regada	8.476	9.291	10.576	11.392	11.861	4,1%
Variación en porcentaje	38%	30%	29%	25%	25%	

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.

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 dólares).

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



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 detacciones 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.

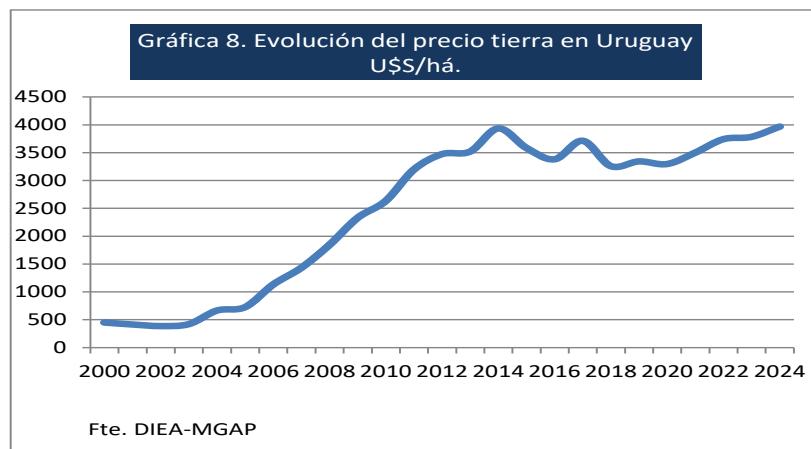
El mercado de campos en Argentina mantiene su atractivo, respaldado por la firmeza en la demanda, la diversificación de intereses y un entorno macroeconómico que, si se consolida, podría fortalecer aún más la ponderación de los activos rurales. La clave parece estar en garantizar la previsibilidad jurídica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

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.

<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.

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>16</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.

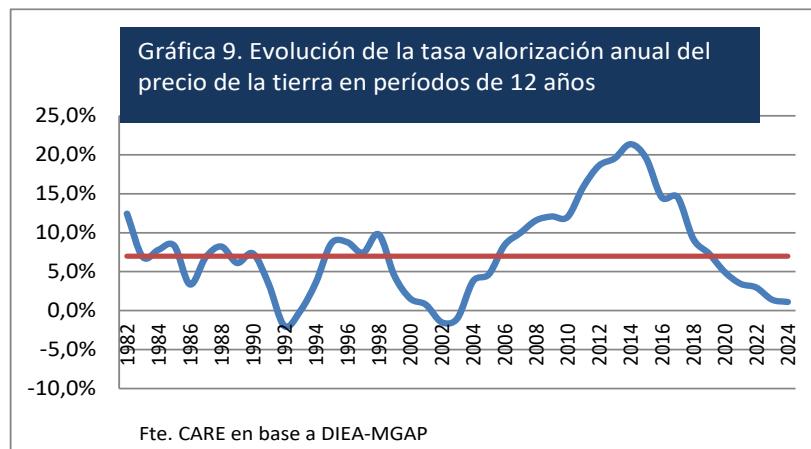
La valorización del precio de la tierra es un componente muy importante de ingreso final del fideicomiso por lo que lo que finalmente ocurría con su comportamiento tendrá una contribución sustancial con el retorno final de la inversión. El modelo financiero supuso una valorización acumulativa anual de un 7% (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.

<sup>16</sup>. SERAGRO, Agroclaro, Consur y operadores privados

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 18 años (un 42%) en donde el aumento acumulativo anual en períodos de 12 años es menor al 7%.

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 cambio de destino en el uso de la tierra, la realización de infraestructura, mejoras productivas, etc.



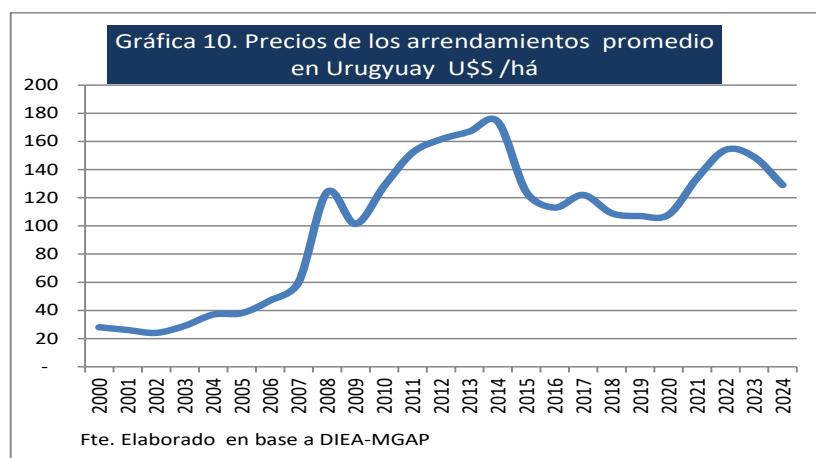
CARE entiende que si bien cabe esperar para el mediano y largo plazo aumentos sostenidos en los precios de la tierra, éstos no serían de similar magnitud que el pasado. Muy probablemente los aumentos de precios compensarán la inflación de largo plazo de Estados Unidos, más un pequeño componente por incremento de la productividad de la tierra, de esta forma se deberían ubicar entre el 3 y el 4% anual en dólares corrientes.

### 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 DIA, 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.

<sup>17</sup>. La inflación histórica y de largo plazo de Estados Unidos ha estado en el entorno del 2,0 y 2,3% aproximadamente.



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 10. 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: DIA-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.

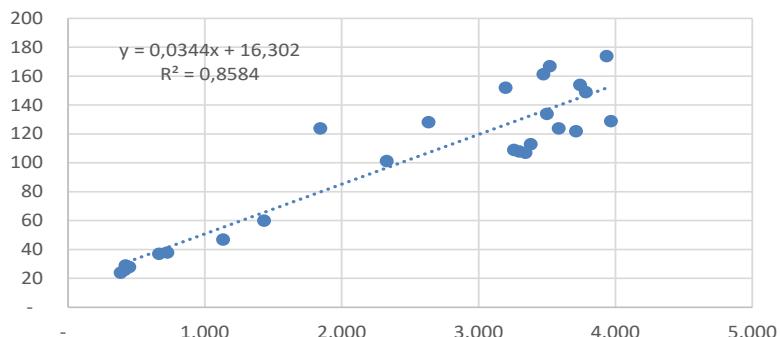
Gráfico 11. Tasa de valorización caprate según precio promedio de arrendamientos y precio promedio de la tierra



Fuente: en base a DIA-MGAP

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

Gráfico 12. Correlación Valor del Arrendamiento/ Precio de la Tierra



Fuente: en base a DIA-MGAP

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 11.- 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 actual pueda tomar medidas de política que atenten contra este tipo de emprendimiento.

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

## VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

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

*En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos y cuantitativos - tanto los presentados por el estructurador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité de calificación de CARE entiende que los títulos recogen la calificación BB(-).uy<sup>18</sup> de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado especulativo.*

Comité de Calificación.



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrián Tandler

<sup>18</sup>. **BB-.uy** Se trata de instrumentos que presentan actualmente un riesgo algo mayor para la inversión que la categoría anterior, por dificultades probables en el desempeño capaces de afectar en grado mínimo la capacidad de pago, que sigue siendo adecuada. Alternativamente pueden surgir ligeras dudas en la capacidad de la administradora. 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, satisfacen en conjunto aceptablemente los análisis practicados, sin perjuicio de debilidades en cualquiera de las cuatro áreas de riesgo. Se incrementa hasta un nivel medio el riesgo del instrumento ante eventuales cambios desfavorables 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 media baja a media, y compatible con la capacidad de la administradora de manejarlos aunque incrementando el riesgo. **El signo (-), indica que la calificación se acerca más a la categoría inferior de acuerdo al puntaje Grado especulativo medio.**