

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

Montevideo, marzo de 2017

4	RESUMEN GENERAL
6	I ANTECEDENTES
9	II EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACION
11	III LA ADMINISTRACION
16	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS
24	V EL ENTORNO
31	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

Actualización de la Emisión de CPs del Fideicomiso Financiero Campos Sustentables
Calificación Oferta Pública
29-3-2017

Denominación:	Fideicomiso Financiero Campos Sustentables
Fiduciario:	Trust Administradora de Fondos de Inversión S.A.
Agente de Registro y Pago:	Trust Administradora de Fondos de Inversión S.A.
Entidad Representante:	Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A.
Títulos emitidos:	Certificados de participación
Moneda:	Dólares americanos
Importe de la emisión:	U\$S 50.000.000 (cincuenta millones de dólares).
Plazo:	12 años (extensible a 15)
Fecha de emisión:	18 de setiembre de 2015
Administrador:	OKARA Ltda.
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.
Activos del Fideicomiso:	Inmuebles rurales, contratos de arrendamiento, entre otros.
Estructura:	Bado, Kuster, Zerbino & Rachetti (asesor legal)
Calificación de Riesgo:	BBB (uy)
Manual:	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros.

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, tal como se analizó en la calificación original, ofrece las garantías necesarias según se aprecia en el informe mencionado en la calificación ¹.
- 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 (informes del operador, asambleas de titulares de Certificados de Participación e informes del comité de vigilancia).
- La capacidad de gestión de la empresa administradora del proyecto – Okara Limitada –, y de las que se vincula, se mantiene bajo los estándares de eficiencia evaluados en la calificación original. Más aún; el desempeño del fideicomiso, en este primer año, es elocuente al respecto. Destaca la alineación de incentivos entre el fideicomiso y el Administrador ya que este último adquirió certificados de participación por U\$S 500.000.
- Se trata de un negocio que desde el punto de vista económico financiero para el inversor soporta los stresses ajenos al negocio a los que razonablemente la emisora y la calificadora han sometido el proyecto oportunamente. En esta ocasión la calificadora reitera nuevamente su conclusión luego de realizar nuevos cálculos de las tasas de descuento en base al WACC².
- Los avances concretados tanto en compras como en los arrendamientos, dan plena satisfacción de acuerdo a los indicadores de desempeño mínimo definidos para la emisión³, que suponían alcanzar objetivos al tercer año ya logrados culminando el primero.
- Al momento de realizar este informe, se ha adquirido el 94% de la superficie prevista, a un precio 8% inferior al presupuestado, y ya se ha arrendado el 84% del área comprada.
- Los precios de los arrendamientos son hasta ahora, un 12% menor al estimado en el proyecto, pero mayor a los comunes de mercado como se ve en el capítulo correspondiente. Esto afecta marginalmente la TIR dada la participación menor de los arrendamientos en los ingresos; por otra parte cuando ha sido posible se han preferido contratos de corto plazo a la espera de mejoras en los valores.

¹ Véase www.care.com.uy

² Weighted average cost of capita

³ Cláusula 12.5 del contrato de Fideicomiso

- El mercado de tierra agrícola como el de los commodities alimenticios, si bien está afectado por coyunturas de oferta y demanda de corto plazo así como de decisiones de política pública monetarias globales, en el largo plazo presenta tendencias robustas de incremento de la demanda. CARE actualizó en febrero de 2017, el informe sectorial sobre precio de la tierra ⁴. Del mismo se extraen sus principales conclusiones en la Sección V de este informe.
- No se advierten amenazas en lo que respecta a las políticas públicas. Las modificaciones en las políticas tributarias no afectarían significativamente el resultado del negocio.

⁴. Puede solicitarse el mismo en care@care.com.uy

I. ANTECEDENTES

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

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

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

El marco conceptual de esta calificación supone un ejercicio prospectivo por el cual se confiere una nota que califica el desempeño esperado del fideicomiso, su capacidad de generar en el tiempo utilidades, conforme al proyecto de ejecución del negocio agrícola que consiste en esencia en identificar, adquirir y arrendar inmuebles rurales subutilizados pero con alto potencial productivo y valorización en el mediano y largo plazo, mediante la aplicación de un plan de desarrollo tecnológico según las particularidades de cada inmueble, que su administración está mandatada a realizar. Admitido el rango de TIRs derivado de múltiples simulaciones razonables para el proyecto en esta primera calificación, las futuras no se vincularán 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. Los primeros movimientos verificados en el desarrollo del fideicomiso, permiten ratificar el juicio emitido oportunamente.

CARE Calificadora de Riesgo es una calificadora con registros y manuales aprobados por el Banco Central del Uruguay a partir del 3 de abril de 1998. Califica conforme a su metodología oportunamente aprobada por dicha autoridad, seleccionando los profesionales necesarios para integrar en cada caso el comité de calificación, el que juzga en función de sus manuales. Estos, su código de ética, registros y antecedentes se encuentran disponibles en el sitio web: www.care.com.uy así como en el del regulador: www.bcu.gub.uy. El comité de calificación estuvo integrado en este caso por los Ings. Julio Preve y el Cr. Martín Durán Martínez. Oportunamente, el Comité contó con el asesoramiento de Juan Peyrou. El análisis de las contingencias jurídicas fue realizado en su momento, por el Dr. Leandro Rama Sienna, cuyo informe se puede consultar en www.care.com.uy.

Más allá de las actualizaciones de norma, la calificación puede variar ante la aparición de hechos relevantes. En los primeros años del proyecto se

consideran hechos relevantes: (a) la compra de los inmuebles rurales para explotación agraria por un equivalente al setenta y cinco (75%) del monto total de la Emisión al término del tercer año de vigencia del Fideicomiso y (b) arrendar el 50% de los inmuebles rurales para explotación agraria, al término del tercer año de vigencia del Fideicomiso. Estos compromisos ya se han cumplido (Cláusula 12.5 del Contrato de Fideicomiso).

2. Objeto de la actualización de la calificación, información analizada

El objeto de la actualización de la calificación, supone un ejercicio prospectivo por el cual se confiere una nota que califica el desempeño esperado del fideicomiso, conforme al proyecto de ejecución del negocio forestal e inmobiliario que su administración está mandatada a realizar. Como fue mencionado en la calificación, la nota seguirá entre otros criterios el cumplimiento del proyecto y el alcance de una rentabilidad mínima que se juzgue aceptable en ocasión de cada recalificación.

La información analizada en esta ocasión fue la siguiente ⁵:

- Informe del operador, 4° trimestre de 2016
- Informe de seguimiento del establecimiento El Escondido, diciembre de 2016
- Informe de seguimiento del establecimiento El Repecho, diciembre de 2016
- Informe de seguimiento del establecimiento La Rinconada, diciembre de 2016
- Informe N° 10 del Comité de Vigilancia, 24 de octubre de 2016
- Informes varios de inversión y ambientación en los cuatro campos, de distintas fechas de 2016.
- Entrevistas a informantes calificados.
- Entrevistas con el cuerpo técnico de Okara Limitada
- Estados Contables del Fiduciario al 30 de setiembre de 2016
- Estados Contables del Fideicomiso al 31 de diciembre de 2016
- Estados Contables de Okara Limitada al 31 de diciembre de 2016

⁵ CARE debe recibir aun, informes de auditoría independiente.

3. Antecedentes generales y hechos significativos del semestre

- El objetivo inicial fue adquirir 11.563 has, desarrollar la “ambientación” agronómica, arrendarla para su explotación por terceros y luego venderla. Ya se han comprado 10.908 has.

- En el semestre anterior se había estimado tener cerrada la compra del establecimiento “Los Matreros”, pero ha habido dificultades por parte del vendedor en aportar la información necesaria, y el negocio ha caído en un impasse; no está descartado, pero prácticamente a “fojas cero”, y se podrán rever las condiciones de la operación. A su vez, el operador ha continuado buscando alternativas.
- El proceso de compra y arrendamientos fue llevado adelante en el segundo semestre según el siguiente detalle:

Cuadro 1: Cronología de compras y arrendamientos

Fecha	Establecimiento	Operación	Area (has)	Observaciones
06/06/2016	La Rinconada	Compra	6.939	
17/08/2016	La Rinconada	Arrendamiento	719B.	González Seijas
27/09/2016	El Escondido	Compra	728	
	El Milagro	Compra	1.249	
	El Repecho	Compra	1.992	
	El Milagro	Arrendamiento	1.249	A UAG -12/2016
30/09/2016	El Escondido	Arrendamiento	728	
	El Repecho	Arrendamiento	1.992	
12/10/2016	La Rinconada			
	Bloque Sur	Arrendamiento	2.669	

- El arrendamiento de la Rinconada este (de 446 has) se ha demorado porque la primera opción era arrendarlo a Forestal Oriental para forestación a U\$S 130 por hectárea efectiva por un plazo de 24 años (2 cortes). La renta calculada para el área total del lote (área efectiva más área de desperdicio forestal) resulta en U\$S 93,4 por hectárea total por año. Además, el área de desperdicio forestal se puede arrendar para pastoreo de ganado.
- El Fiduciario y el asesor legal de FFCS entienden que no es factible realizar un contrato más allá del plazo formal del FFCS de 12 años por lo que se planteó a Forestal Oriental la opción de realizar un contrato por este plazo (12 años). El contrato estándar es por 24 años, por lo tanto Forestal Oriental analizará la opción pero reducirá la renta por hectárea propuesta inicialmente. Está en evaluación si pueden pagar U\$S120 por hectárea efectiva por año (U\$S 82 por hectárea total por año).
- Se encuentran arrendadas 9.178 has, que representan el 84% del total comprado.
- En todos los campos se ha completado el proceso llamado de ambientación, en el que a partir de información cartográfica, satelital y otras, se va a posibilitar a largo plazo una mejor gestión de esos establecimientos. En el primer informe del operador se encuentra una descripción del proceso seguido, necesario para poner en práctica la tecnología de “agricultura por ambientes”.
- OKARA continúa con el proceso de selección de campos y negociación de condiciones comerciales, por el remanente en el entorno del 10%.
- El Comité de Vigilancia ha manifestado su aprobación a todo lo actuado y ha destacado la calidad de la gobernanza del proyecto.

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. S A

Cotización bursátil: Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay. S A

Organizador: Bado, Kuster, Zerbino & Rachetti (asesor legal)

Asesor Fiscal: Echevarría Petit & Asociados

Títulos emitidos: Certificados de participación

Activos del Fideicomiso: Inmuebles rurales, contratos de arrendamientos, entre otros.

Moneda: Dólares

Importe de la Emisión: U\$S 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). 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 prácticamente inexistente.*

Riesgo por iliquidez. Los certificados se han diseñado para ser líquidos. Por este motivo, la liquidez puede considerarse adecuada dadas las características del mercado uruguayo. No obstante este proceso no es instantáneo, puede llevar un tiempo difícil de determinar y en algunos casos podría ocasionar una pérdida de parte del capital invertido. *El riesgo es moderado.*

III. LA ADMINISTRACION

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. TRUST Administradora de Fondos de Inversión S.A. (TMF).

Antecedentes

TRUST Administradora de Fondos de Inversión S.A. (TRUST AFISA) es 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 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. Cuenta con un capital autorizado de \$ 20.000.000 de los cuales se han integrado \$ 6.220.000.

Situación actual

Son accionistas de la firma: Gustavo Licandro Bosc (15%); Federico Alberto Huergo (32.50%); Mariano Bunge Guerrico (18%); Gonzalo Rafael Alonso (11%); Horacio Julio Bonavia (13.50%); Hugo E. Bunge Guerrico (5%) y Ramón Santamaría (5%). Los tres primeros, además, integran el Directorio de la sociedad. La Administración está a cargo de Mariano Bunge, como Oficial de Cumplimiento e Inés Díaz Rial de Licandro como Contador General. Realiza la Auditoría Externa, el Estudio Echeverría Petit & Asociados.

A continuación se exponen en los cuadros siguientes su Estado de Situación Patrimonial y de Resultados al 30 de setiembre de 2016 y su comparativo con el ejercicio anterior.

CUADRO 2: Estado de Situación de TRUST			
(miles de \$)	30/9/16	31/12/15	31/12/14
Activo	29.909	29.568	20.695
Activo Corriente	2.504	2.102	1.934
Activo no Corriente	27.405	27.466	18.761
Pasivo	18.235	21.054	12.969
Pasivo Corriente	234	333	171
Pasivo no Corriente	18.000	20.721	12.798
Patrimonio	11.674	8.514	7.726
Pasivo y Patrimonio	29.909	29.568	20.695
Razón Corriente	10,70	6,31	11,31

Fuente: EE.CC TRUST

CUADRO 3: Estado de Resultados de TRUST				
(miles de \$)	30/9/16	30/9/15	31/12/15	31/12/14
Ingresos Operativos Netos	4.073	2.012	3.223	2.910
Ingresos Diversos	78			
Resultados Financieros	4.673	1.525	2.103	1.409
Total Ganancias	8.824	3.537	5.326	4.320
Gastos de Administración	(1.673)	(1.098)	(2.065)	(2.321)
Gastos financieros	(3.960)	(1.933)	(2.473)	(1.373)
Total Egresos	(5.633)	(3.030)	(4.538)	(3.694)
Resultado del Ejercicio	3.191	507	788	626

Fuente: EE.CC TRUST

La información del cuadro precedente al 30 de setiembre de 2016 y 2015, refieren a períodos de nueve meses.

Se desprende de dichos cuadros que la firma tiene aún escasa actividad pero creciente y con resultados positivos. En efecto, administra a la fecha de elaboración de este informe tres operaciones: el FF Torres Nuevo Centro; el FF Campos Sustentables y el Fideicomiso de Administración Inversora Rincón Trust. En consecuencia no hay motivos para cambiar el juicio acerca de su idoneidad para administrar esta operación.

2. OKARA SRL

Sigue siendo OKARA LIMITADA el Administrador Profesional tal como se define en los contratos respectivos. Esta firma tiene domicilio en Justo Pastor Sotura 1268, de la ciudad de Dolores, tercera sección judicial de Soriano. Correo electrónico: leonardocristalli@okara.com.uy

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 siguiente: información proporcionada por la firma a través del 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 daba 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. Por otra parte, el desempeño registrado hasta el momento, según se da cuenta en otra sección de este informe, avala el juicio emitido oportunamente acerca de su capacidad para ejecutar el plan de negocios.

Por lo expuesto y salvo que surjan novedades que ameriten lo contrario, en esta sección se hará solamente un seguimiento de su situación económica financiera.

Situación económico financiera

Como ya se ha referido, OKARA es una empresa de servicios. Su actividad principal está definida 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 acuerdo a los EE.CC de los tres últimos ejercicios proporcionados por la firma (con informe de compilación) su situación patrimonial y los resultados obtenidos se resumen en los cuadros siguientes.

CUADRO 4: Estado de Situación			
(miles de \$)	31/12/16	31/12/15	31/12/14
Activo	18.354	20.049	1.864
Activo Corriente	410	1.254	442
Activo no Corriente	17.944	18.795	1.422
Pasivo	17.345	19.222	1.169
Pasivo Corriente	237	206	209
Pasivo no Corriente	17.108	19.016	960
Patrimonio	1.008	827	695
Pasivo y Patrimonio	18.354	20.049	1.864
Razón Corriente	1,73	6,09	2,11

Fuente: EE.CC OKARA srl

CUADRO 5: Estado de Resultados			
(miles de \$)	31/12/16	31/12/15	31/12/14
Ingresos Operativos	8.034	9.396	7.616
Egresos Operativos	(6.652)	(8.471)	(7.109)
Resultado Bruto	1.382	925	507
Resultados Diversos	(989)	(292)	(70)
Resultados Financieros	(143)	(460)	212
Resultados antes de IRAE	250	172	650
IRAE	(69)	(40)	(176)
Resultados del Ejercicio	182	132	474

Fuente: EE.CC OKARA srl

Se puede observar que la firma disminuye, en el último ejercicio, sus ingresos operativos. No obstante lo cual mejora sus resultados finales y en consecuencia, su patrimonio crece un 22 % respecto al año anterior

Se concluye entonces que la idoneidad comprobada del Administrador, los protocolos de actuación y los controles internos a los que estará sometida así como su solvencia económico financiera dan garantía suficiente de cumplimiento del plan de negocio.

3. El Fideicomiso

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

Si bien originalmente estaba prevista una integración diferida de la emisión 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 Certificados de Participación, 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 según el siguiente cronograma: el 18/9, U\$S 17 millones; el 29/12, U\$S 0.33 millones y el 30/12, U\$S 32.670 millones completando así los U\$S 50 millones.

En los cuadros siguientes se da cuenta del estado de situación patrimonial y de resultados del fideicomiso al 31 de diciembre de 2016.

CUADRO 6: Estado de Situación Fideicomiso		
(millones de \$)	31/12/16	31/12/15
Activo	1.499	1.493
Activo Corriente	270	1.491
Activo no Corriente	1.229	2
Pasivo	7	4
Pasivo Corriente	7	4
Pasivo no Corriente		
Patrimonio	1.492	1.489
Pasivo y Patrimonio	1.499	1.493
Razón Corriente	38,57	372,75

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Si bien la moneda funcional del fideicomiso es el dólar americano, los estados contables se presentan en moneda nacional de acuerdo a la normativa uruguaya. El tipo de cambio vigente a la fecha de cierre fue de \$ 29,34 por lo que si se convierte el monto de patrimonio contable a esa fecha da un suma de U\$S 50.85 monto algo mayor al emitido.

Como se da cuenta en otra sección de este informe, ya se han adquirido campos que totalizan un área de 10.908 há a un precio promedio de U\$S 3.681/ha lo que hace un total de algo más de U\$S 40 millones que se incluyen en el Activo Corriente. De éstas se han arrendado 9.178 há, lo que representa un 84 % del total.

CUADRO 7: Estado de Resultados Fideicomiso		
(miles \$)	31/12/16	31/12/15
Ganancias	16.630	187
Ingresos Operativos	7.309	-
Resultados Diversos	5.704	-
Resultados Financieros	3.617	187
Pérdidas	(10.889)	(8.627)
Gastos Administrativos	(6.964)	(4.169)
Gastos Generales	(3.837)	(4.458)
Gastos Financieros	(88)	-
Resultado del Ejercicio	5.741	(8.440)
Ajustes Integrales	16.540	(38)
Resultado Integral Ejercicio	22.281	(8.478)

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Lo mencionado explica los ingresos operativos que se pueden observar en el cuadro precedente; esta actividad responde casi íntegramente al segundo semestre del ejercicio ya que en el primero no se habían registrado operaciones. Los ajustes integrales refieren fundamentalmente a la conversión de la moneda funcional (dólar) a la moneda local.

En definitiva se comprueba el buen desempeño del administrador en la concreción (casi total) del plan de negocios antes del tiempo supuesto y superando holgadamente los requisitos mínimos de desempeño, lo que ratifica el juicio emitido por CARE en cuanto a su idoneidad.

4. Riesgos considerados:

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

Riesgo administración, considerando la idoneidad para cumplir con la función de TRUST AFISA y OKARA SRL. En virtud de todos los análisis practicados incluso in situ; teniendo presente su reputación en el medio en el que actúa; considerando su experiencia previa; considerando su compromiso con el proyecto; teniendo presente el seguimiento que realizan tanto el Fiduciario como el Comité de Vigilancia, con amplias atribuciones y el sometimiento a protocolos de actuación; dado el cumplimiento satisfactorio del plan de negocios en el tiempo transcurrido, se considera que *el riesgo de incumplimiento de la administradora con las responsabilidades del proyecto es muy 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

Según el contrato de Fideicomiso Financiero y el resumen recogido en el prospecto de emisión, el objeto principal del “Fideicomiso Financiero Campos Sustentables” es la obtención de financiación por medio de Oferta Pública de Certificados de Participación, 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 y ventas se desarrollan 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. El modelo de negocios se sustentó bajo el supuesto de la adquisición de 11.563 hectáreas. En el tiempo transcurrido a la fecha, la información emergente de la situación del mercado, evidencia un descenso de los precios de la tierra que hace probable que la superficie a adquirir sea superior a la prevista.

Se han adquirido a la fecha cuatro establecimientos, en cuatro departamentos, alcanzando una superficie de 10.908 has, cuyo precio promedio resultó en U\$S 3.681/ha, un 8% inferior al estimado. En el proyecto se había estimado un total de 11.563 has a un precio de U\$S 3.995 (cuadro 8).

Cuadro 8: Campos adquiridos a la fecha

Establecimiento	Departamento	Área (has)	Precio (U\$S/ha)	Monto (U\$S)
La Rinconada	Cerro Largo	6.939	3.465	24.043.635
El Escondido	Soriano	728	5.500	4.004.000
El Milagro	Tacuarembó	1.249	3.400	4.246.600
El Repecho	Durazno	1.992	3.944	7.856.448
Total		10.908	3.681	40.150.683

Fuente: el operador

A la fecha de confección de la presente actualización, el Fideicomiso estaría invirtiendo casi el 88% de los fondos disponibles, superando los indicadores de desempeño mínimo previstos. De lograrse la adquisición de la totalidad de la tierra a los precios del primer compromiso de compraventa, el área debería superar las 12.541 has.

Se han arrendado 9.178 has que superan el requisito mínimo de cumplimiento establecido en el Contrato, de al menos 45% en un año (véase cuadro 9). Es oportuno destacar que hubieron problema en dos operaciones de arrendamiento: a) con el área forestal de La Rinconada de 446 has, a Forestal Oriental, que como se describió con mayor detalle en la Sección I, la parte interesada realizó una propuesta que las condiciones del Fideicomiso le impidieron aceptar, a pesar de ser muy interesante desde el punto de vista del

precio ofrecido. Forestal Oriental está estudiando una segunda alternativa, y b), el negocio que se estaba discutiendo con un interesado por el arrendamiento del establecimiento El Milagro, se ha caído y el operador está en la búsqueda de un interesado.

Cuadro 9. Situación de compra y arrendamiento de tierras al cuarto trimestre de 2016

Arrendatarios	Campos	Area	Renta	Renta Total	Precio Ha	Cap Rate	DIEA 2015
Heber González	LA RINCUNADA Arroz	1.150	180	207.000	3.465	5,19%	166
I. Guasque Correa	LA RINCONADA Sur	2.669	106	282.914	3.465	3,06%	96
En negociación	LA RINCONADA Norte	2.639	74	195.286	3.465	2,14%	71
Alvaro Doglio	EL ESCONDIDO	728	222	161.616	5.500	4,04%	215
S. Skorupsky	EL REPECHO	1.992	135	268.920	3.944	3,42%	113
Total		9.178	122	1.115.736	3.730	3,26%	111

Fuente: elaborado en base a datos del operador

La situación de los mercados globales, caracterizada –en los últimos tres años- por el fortalecimiento del dólar, y su consecuente disminución de los precios valuados en esa moneda, si bien repercute en el ingreso por arrendamientos, que se vinculan esencialmente con el precio de los productos agropecuarios, también lo hace sobre el precio de la tierra, que ha disminuido a nivel global –como se verá en la Sección V- y que ha permitido realizar las adquisiciones a valores inferiores a los previstos. Por tal motivo, es importante determinar la tasa de capitalización (Cap Rate), para evaluar el desempeño de la administración.

En ese sentido, el Cap Rate promedio es del 3.3% para todos los campos que han sido arrendados.

El cuadro 9 permite visualizar el conjunto de los negocios de compra y arrendamiento y que se han concretado hasta la fecha, ya da una idea no sólo del Cap Rate actual, sino una comparación de los valores actuales con los reportados por DIEA para cada tipo de uso de suelo. De acuerdo con estos valores de DIEA, el precio promedio de los campos adquiridos y arrendados, se situaría en U\$S 111/ha, poniendo en evidencia que se obtuvieron precios 10% por encima (este valor no es comparable con el promedio global que se reporta el cuadro 8. Cualquiera de los dos indicadores da cuenta de una gestión – hasta ahora- exitosa para el negocio del fideicomiso.

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

El Proyecto planteado en el prospecto presenta una Tasa Interna de Retorno del proyecto de 8,23% en base a supuestos de capacidad de gestión, físicos y de precios de la tierra razonables como ya se mencionó. 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.

La performance del operador en la adquisición de campos, resulta en un precio promedio de U\$S 3.681/ha, al adquirir 10.908 has, lo que implica que aún no se ha alcanzado lo previsto en el modelo original, que era de 11.563 has.

Si se continuara comprando tierras a esos precios, la superficie alcanzaría, siempre según el modelo original, a las 12.545 has. Es decir que se adquiriría un 8,5 % más de superficie. Este cambio impacta obviamente en el resultado económico. Con todas las demás variables constantes, con esta mayor área el modelo arroja una TIR para el proyecto de 8.73% y para el inversor de 8.23%.

Pero también se reporta, un menor precio de los arrendamientos que el proyectado. En el modelo, se previó un precio de arrendamiento de U\$S 152/ha, lo que no se logró en estos primeros años; el promedio de 2015/16 es de U\$S 122/ ha.

Estos menores precios de los arrendamientos, guardan relación con lo que ha sucedido a nivel nacional, según lo que reporta la DIEA. En efecto, esta dependencia de estadísticas del MGAP, reportó en 2015 una caída del 29% en los precios de los arrendamientos en términos promedio respecto al año anterior (cuadro 10). El precio promedio nacional reportado es de U\$S 124/ha, luego de que en 2014 se registrara el máximo valor histórico de U\$S 174. El promedio de los últimos ocho años es de U\$S 141, mientras que el mínimo de ese período fue de U\$S 101, cuando la crisis de 2009.

CUADRO 10. Arrendamiento de tierras para uso agropecuario.. Período 2000-2010 *

Año	Contrato Número	Superficie Total (miles ha)	Superficie arrendada Promedio (ha)	Precio pagado Total (mil U\$S)	Precio promed. (U\$S/ha/año)	Variación Interanual	Cap Rate
2000	1.131	415	367	11.724	28		6,25%
2001	1.166	407	349	10.770	26	-7,69%	6,30%
2002	1.287	476	370	11.204	24	-8,33%	6,22%
2003	1.440	561	390	16.297	29	17,24%	6,90%
2004	1.577	575	364	21.199	37	21,62%	5,57%
2005	1.423	536	377	20.163	38	2,63%	5,24%
2006	1.547	540	349	25.509	47	19,15%	4,15%
2007	2.222	826	372	49.904	60	21,67%	4,19%
2008	2.820	1.116	396	137.867	124	51,61%	6,72%
2009	2.091	727	348	73.733	101	-22,32%	4,35%
2010	3.125	1.104	353	141.539	128	20,89%	4,87%
2011	2.672	910	340	138.368	152	15,70%	4,76%
2012	2.657	946	356	152.472	161	5,70%	4,64%
2013	2.704	888	328	147.901	167	3,27%	4,74%
2014	2.635	888	337	154.125	174	4,24%	4,42%
2015	2.429	853	351	106.111	124	-28,70%	3,46%

* Número de contratos, superficie arrendada y precio pagado, según año
Fuente: DIEA

CARE entiende que el precio del arrendamiento es fundamentalmente determinado por el precio de los productos, además del precio de la tierra, como oportunamente la calificadora lo estableciera en la calificación original. Como prueba de ello, el descenso del Cap Rate, reportado por DIEA, resulta confirmatorio (véase cuadro 10). En los últimos quince años el coeficiente de regresión para los distintos cultivos en su correlación con el precio del arrendamiento fue de:

CUADRO 11 Correlaciones precios 2000-2015*

Rubro	R ²
Carne	0,93
Soja	0,92
Leche	0,94
Maíz	0,87

* Correlación entre el precio del arrendamiento con los de productos agropecuarios y la tierra.
Fuente: CARE

Por ello se realizaron simulaciones asumiendo un comportamiento menor para los arrendamientos que el precio de la tierra. Estas trayectorias se correlacionaron con los valores proyectados de los commodities agrícolas en lugar de realizarlo con el valor de la tierra. Las proyecciones de precio de los productos agrícolas se basaron en las del U\$SA, de FAO-OCDE y del Banco Mundial.

Cabe subrayar además, que en el prospecto se ha fundamentado con solvencia no solo en la valoración esperada de la tierra, sino el plus que significa el agregarle el proceso de “ambientación”. 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. Este hecho genera que el flujo esperado de ingresos “productivos” se modifique y conlleve una extra valorización de la hectárea. Ello vuelve aceptable el guarismo de 8% de incremento anual de valor nominal en dólares del prospecto, aunque en base a distintos fundamentos, lo que fortalece todo el análisis. Del mismo modo las hipótesis de ingresos por arrendamiento consideran básicamente movimientos de precios, no considerando movimientos en la productividad producto de las ambientaciones propuestas para dar más consistencia a las proyecciones.

2.1 Replanteo del Flujo de Fondos y sensibilización

En ocasión de la calificación original del FF Campos Sustentables, CARE al respecto del flujo de fondos del prospecto, encontró coherencia y razonabilidad en los supuestos manejados en la elaboración del modelo, pero mantuvo una diferencia de criterio respecto a la tasa de valorización de los arrendamientos. En efecto, el prospecto asocia la evolución de esta variable directamente al valor de la tierra, y por tanto su evolución se vinculada directamente con la evolución del precio de ésta.

Como no ha habido cambios sustanciales desde la realización del último informe, se entiende que las conclusiones a que se arribó en ese momento continúan siendo válidas. En esa ocasión se concluyó que con la mayor superficie, y con arrendamientos como los obtenidos en 2015, las TIR's resultantes son levemente mayores que las previstas inicialmente. Incluso, si los precios de arrendamiento cayeran al menor nivel en ocho años (U\$S 101/ha) y la valorización de los arrendamientos fuera del 3%, no son insatisfactorias.

En el extremo, la simulación que además del bajo precio de compra, del bajo precio de valorización de los arrendamientos, se considera el precio actual de los mismos (U\$S 124/ha), y se asume una tasa de valorización de la tierra del 5% anual (simulación 9, cuadro 12), la TIR, tanto del proyecto como del inversor, se ubican en 5.03% según el modelo.

CUADRO 12. Sensibilizaciones a distintas variaciones

Simulaciones	Área (has)	Evolución precio		Arrend. inicial (U\$S/ha)	Tir proyecto	Tir inversor
		tierra	arrendam.			
Modelo	11.563	8%	7.66%	152	8.54%	8.03%
1	11.563	8%	7.66%	128	8.05%	7.56%
2	11.563	8%	7.66%	101	7.53%	7.13%
3	12.488	8%	7.66%	152	8.73%	8.23%
4	12.488	8%	7.66%	128	8.23%	7.72%
5	12.488	8%	7.66%	101	7.64%	7.24%
6	12.488	8%	3%	152	7.89%	7.49%
7	12.488	8%	3%	128	7.51%	7.10%
8	12.488	8%	3%	101	7.07%	6.65%
9	12.488	5%	3%	124	5,03%	5,03%

Fuente: CARE

Por otra parte, CARE –en ocasión de la calificación original- realizó un análisis de sensibilidad apoyado en el método de simulación Monte Carlo, que consiste en asignar distribuciones de frecuencia a algunas variables exógenas del modelo, de forma de generar aleatoriedad al análisis. Concluía que en base a los resultados obtenidos, la TIR esperada sería de 8,12% y evidenciando un 97,8% de probabilidad de ubicarse en valores positivos. Por lo que se describe a continuación, estas referencias siguen siendo válidas.

En efecto, la modificación del precio de compra de la tierra, permitió la obtención de un nuevo flujo de fondos, al momento de realizar la actualización, cuando aún no ha pasado una año completo, se entiende que no ha habido tiempo ni movimiento en el escenario, ni los cambios resultantes del nuevo flujo modifiquen o desvirtúen las conclusiones a las que se arribó en su momento.

Para la calificación original se propuso forzar aún más las contingencias adversas y supuso que tanto la tasa de variación del precio de la tierra como el de los arrendamientos fuese nulo. Ante ese escenario, la TIR del inversor alcanzaría un 1,9%. Esto resulta así porque se supone que los ingresos del negocio se basan únicamente en los arrendamientos (que se mantienen en los valores actuales en todo el período) y la posterior venta de la tierra sin valorización alguna. Esta conclusión continúa siendo válida al tiempo de esta actualización.

2.3 Costo del capital y Valor Presente Neto del Proyecto

Con el objetivo de testear algunos supuestos introducidos en las proyecciones del plan de negocios presentado ⁶, en ocasión de la calificación original CARE profundizó el análisis del costo de oportunidad del capital para descontar los flujos de fondos. Para ello se calculó el costo promedio ponderado del capital (WACC⁷) del presente proyecto.

El punto fundamental para el cálculo del WACC, cuando no existe endeudamiento, es la estimación de la retribución de los fondos propios. Para esto se utilizó el modelo de valoración CAPM (Capital Asset Pricing Model) y, siguiendo a Damodaran⁸ se adicionó a éste una prima que contempla el riesgo específico del mercado en el que se ejecuta el proyecto. En consecuencia para

⁶ El prospecto de emisión supone una tasa de descuento del 7%.

⁷ Weighted Average Cost of Capital

⁸ A. Damodaran, "Estimating Equity Risk Premiums" Stern School of Business.

el cálculo del costo de los fondos propios se aplica la siguiente fórmula:

$$E(r_i) = r_f + \beta_{im}(E(r_m) - r_f) + Er_p$$

Donde:

E(ri): Tasa de retorno esperada del capital

β_{im} : Riesgo sistemático propio respecto del riesgo de mercado.⁹

rf: tasa libre de riesgo

E(Rm) – Rf: Prima de Riesgo país. Es el premio por riesgo específico al mercado que opera el proyecto.

Erp: Prima por riesgo específico a la compañía o proyecto evaluado

Para efectuar este cálculo se opta normalmente por utilizar los promedios de 20 años de los rendimientos de los Treasury Bonds 10 Years de la Reserva Federal de los Estados Unidos. Ese promedio resulta exigente respecto al costo de oportunidad del capital, dado que incluye valores de fines de la década de los noventa y comienzos de la década del 2000, en que el rendimiento se ubicaba entre 5 y 7%, cuando en los últimos diez años, ese rendimiento se ubicó en 2,76% (gráfica 1).

Gráfica 1 . Rendimiento del Bono del Tesoro norteamericano a 10 años

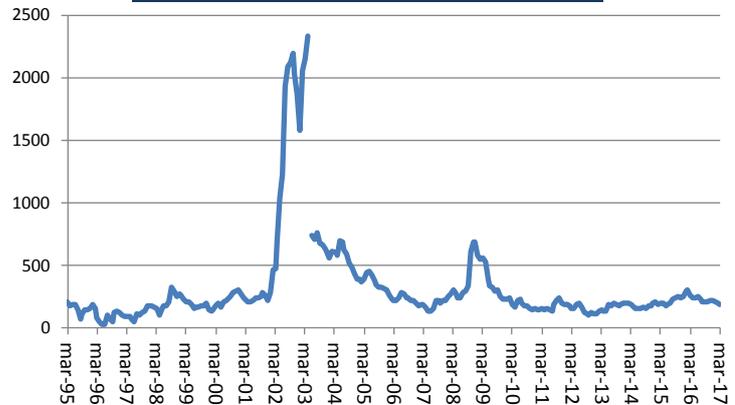


Se entiende en general, que si bien es razonable esperar un incremento en las tasas de interés en el corto plazo –que ya se está verificando (véase gráfica nuevamente)-, no se espera que alcancen niveles tan altos como en el período referido, debido al abundante ahorro que existe en la economía mundial.

Por su parte el riesgo país, medido a través del índice UBI de República AFAP, también incorpora datos “anómalos” cuando se incluye el período de la crisis de 2002. Si bien es una realidad que la economía uruguaya atraviesa en determinados períodos crisis de esa magnitud, no se considera muy probable que ello pueda ocurrir en el futuro mediano plazo (gráfica 2).

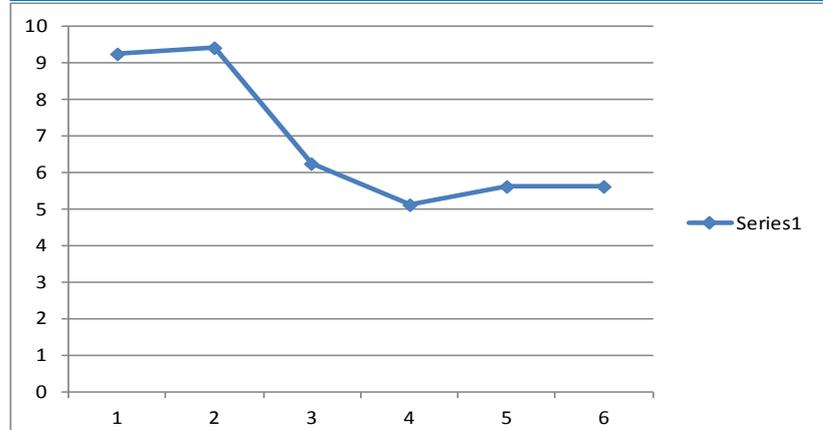
⁹ Se consideraron los betas promedio de empresas de producción primaria de bienes agrícolas en mercados emergentes según A. Damodaram

Gráfica 2. Índice UBI (AFAP República)



En esta ocasión y a la luz de estas discusiones, se calculó el $E(r_f)$ en distintos escenarios. Si se consideran los datos para estos indicadores promedio de los últimos 15, 10, 5 ó 2 años, e incluso a valores actuales, se arriba a tasas menores (gráfica 3). Se puede concluir que el $E(r_f)$ resultante, ha ido descendiendo como consecuencia de la baja de la tasa libre de riesgo y el riesgo país, lo que mejora el valor actual neto del flujo.

GRAFICA 3: Evolucion de tasa de retorno esperada del capital segun, periodo considerado



Aplicando valores actuales, que recogen el aumento de los TB10Y, se llega a una tasa de retorno esperada para el capital en el entorno del 6%. Este valor es sensiblemente inferior a la TIR esperada del inversor en CPs (8.55% para el inversor, en el prospecto original), lo que nos indicaría que la tasa prevista para ellos es superior a la teórica. 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 CPs.

Esto indica que según estas metodologías, la tasa de descuento del proyecto es adecuada y reforzaría los cálculos del retorno del negocio para el inversor.

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 hará al cumplimiento en plazo y forma por CARE de los compromisos de compra y arrendamiento, *se considera que existe un riesgo moderado y posible de ser controlado a tiempo de generación de los flujos.*

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

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, 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. En el caso de los productos agrícolas, al menos hasta el momento, el cúmulo de barreras está relativamente sujeto a disciplinas predecibles. Permanece en cambio como riesgo el de políticas públicas asociado a los permisos administrativos.

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

4.1 Riesgo Económico y de Mercado

Cabe destacar los aspectos favorables sobre el negocio agrícola que fueron argumentados en profundidad en el prospecto de emisión y en la calificación original y que se consideran válidos aún. En esa ocasión se dieron razones fundadas sobre el crecimiento a largo plazo del precio de la tierra, tales como los referidos a la demanda mundial de alimentos, la urbanización, la mejora de la productividad agrícola, el crecimiento del ingreso de los países menos desarrollados, etc.

No obstante este escenario de largo plazo, se han registrado modificaciones en la economía mundial que se reflejan en algunos cambios en el comportamiento de los precios en el corto plazo tales como: a) el crecimiento de la economía norteamericana que se refleja en el fortalecimiento del dólar; b) la normalización en la situación monetaria de ese país y c) los países emergentes, que fueron el sostén de la década, mediante el sostenido aumento de la demanda derivada del crecimiento económico, muestran un entecimiento en esa dinámica determinando una reducción de la tasa de crecimiento de la demanda por las materias primas y los alimentos.

En línea con el informe de calificación, 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 arrendamientos. Como fue descrito en la sección anterior del presente informe, el prospecto de emisión correlaciona el valor del arrendamiento con el precio de la tierra. CARE considera que las proyecciones de precios de los productos agrícolas representan una variable proxy de mayor correlación que la del valor de la tierra. En este sentido, en la sección anterior se describió el resultado de valorar el arrendamiento esperado correlacionándolo con la evolución esperada de precios de los productos agrícolas. Es en base a estos aspectos que CARE basó las hipótesis para realizar algunas de las simulaciones descritas en la Sección IV del presente informe.

4.2 Sobre el precio de los productos agrícolas.

La trayectoria esperada de los precios de los productos agrícolas afecta de forma relevante la renta que se paga por la tierra y por ende, el resultado de la inversión. Como fue mencionado anteriormente, el 33% de los ingresos brutos refieren a los arrendamientos.

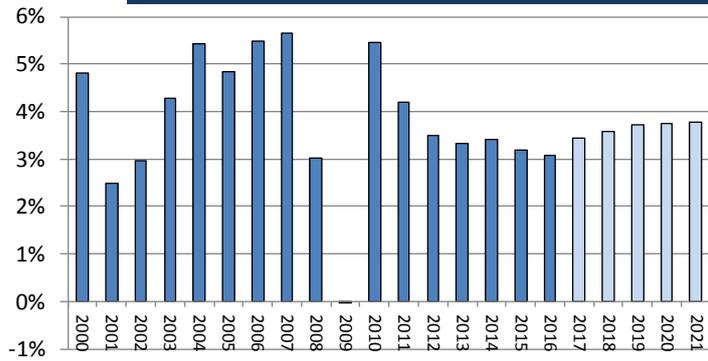
Los precios de los productos agrícolas han visto modificada las trayectorias crecientes exhibidas desde el primer lustro del siglo hasta 2014 en el mundo y en Uruguay. El mercado internacional de los granos atravesó una prolongada fase de precios altos (en términos históricos), en un escenario de precios altos del conjunto de los productos primarios en general y los alimentos en particular. Entre las causas que explicaron este contexto se destaca; (a) el sostenido crecimiento de la demanda y el comercio de granos a nivel mundial, (b) el aumento del consumo, en especial de los países en vías de desarrollo o emergentes, (c) una mayor apertura y desregulación de los mercados globales y (d) el avance tecnológico de los biocombustible que al masificarse, vincularon la trayectoria de precios de los mercados de alimentos con los mercados de los bienes energéticos.

En el mercado de granos, en ese período se destacó el crecimiento de la soja en primer lugar, el maíz en segundo y el trigo el tercero. El aumento del comercio de granos en el mundo se aceleró notablemente en la última década, creciendo a una tasa fue de 3,2% anual, más del doble que la tasa de 1,5% anual alcanzada en la década previa. El comportamiento fue similar para los principales granos, aunque los ritmos de expansión del comercio fueron diferentes en cada caso.

En Uruguay, la influencia del mercado internacional sobre el mercado local de los granos creció intensamente en la última década, y transformó al mercado externo en el destino principal de la oferta nacional arbitrando los precios locales con los precios globales.

No obstante lo anterior, el escenario antes mencionado se ha modificado, mostrando descensos significativos de los precios de estos productos y de todas las commodities. De todas formas, las previsiones para los próximos años, son de una retomada del crecimiento de la economía mundial, pero a tasas menores que en el pasado, y que traerá consigo una recuperación de los precios de los productos agrícolas.

Gráfica 4 Tasa de crecimiento de la economía mundial

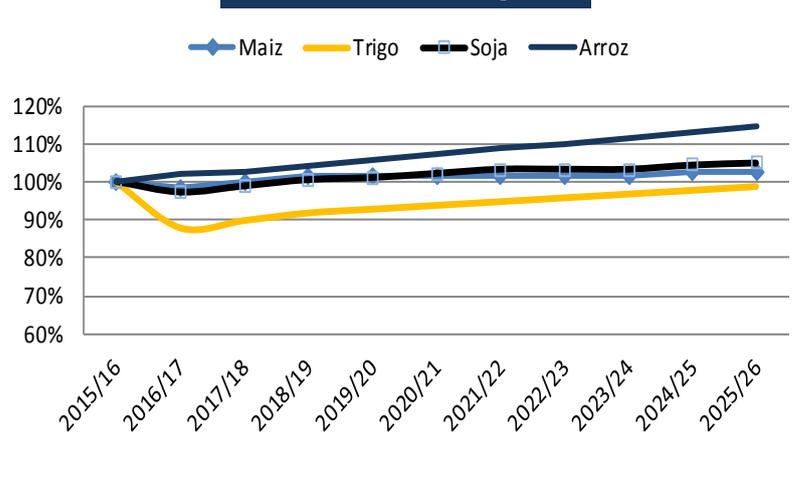


Fuente: F.M.I.

Las perspectivas del Banco Mundial, OCDE - FAO y el U\$SA proyectaban en el año 2015 precios nominales estables y en términos reales con variaciones levemente negativas (ver informe de calificación). Proyectaban que después de la corrección a la baja inicial, todos los precios del complejo oleaginoso aumentarán en términos nominales en el mediano plazo (no aumentando en términos reales) debido a la fuerte demanda de aceite vegetal y harina proteica. Esta hipótesis justifica los escenarios severos a los que se sometieron los flujos.

En el caso del U\$SA, ya publicó sus proyecciones en febrero de 2016 para la década 2016/2025 y confirman en prácticamente todos los rubros agrícolas esa leve mejora en términos nominales ¹⁰ (gráfica 5). El informe de U\$SA con proyecciones a 2026, publicado en febrero de 2017, si bien ratifica en grandes líneas lo anterior, no presenta información detallada de la evolución esperada de los precios ¹¹

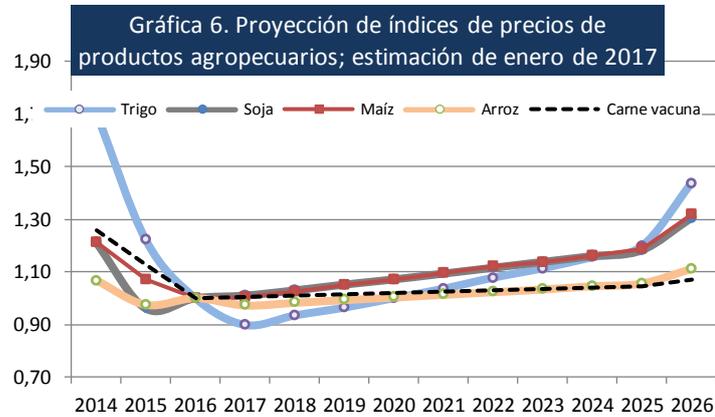
Gr. 5 Índice de Precios Agrícolas



¹⁰ U\$SA Agricultural Projections to 2025, febrero de 2016

¹¹ U\$SA Agricultural Projections to 2026, febrero de 2017

Por su parte, el Banco Mundial actualiza periódicamente su proyección de precios de las commodities. La última actualización es de enero de 2017, muestra cómo los precios de todos los rubros se espera tengan un sostenido crecimiento, aunque a tasas muy bajas (véase gráfica 6).



Fuente: elaborado en base a datos del Banco Mundial

4.3 El precio de la tierra

El precio de la tierra, ha visto modificada su evolución de fuerte apreciación en dólares, con una caída en 2015 que se continúa en 2016, aunque a una tasa menor.

Las perspectivas de demanda internacional por tierra y madera son alentadoras y ubican los precios en niveles crecientes para el corto y mediano plazo. En el Informe Sobre el Precio de la Tierra ¹² se presenta un detallado análisis sobre el precio de la tierra donde se destaca lo siguiente:

“La oferta de tierras es finita y está amenazada por diversos factores (erosión, urbanización, etc.) mientras que la demanda se presenta como cada vez más creciente. Este contexto hace que la tierra se tienda a valorizar cada vez más y se presente como un adecuado refugio de capitales en busca de activos seguros”

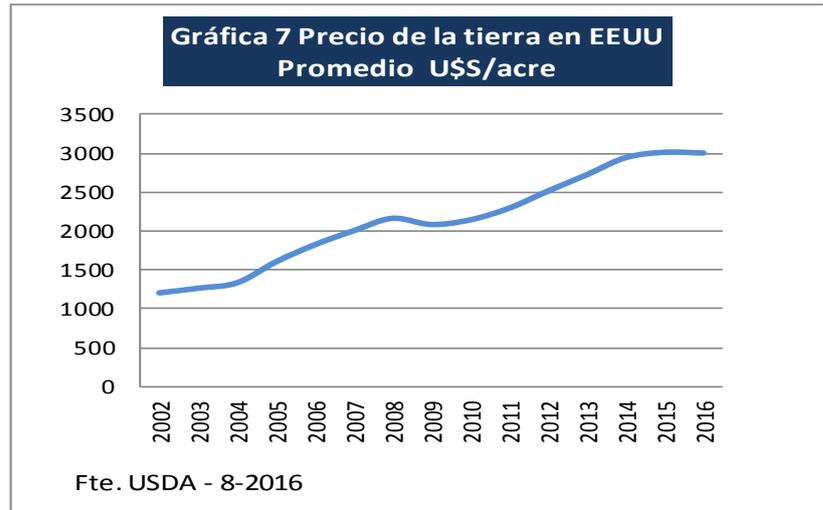
“La coyuntura macro monetaria mundial ha exhibido un importante cambio en la última década configurando un escenario más que propicio para la inversión en tierra. La quiebra de Lehman Brothers y la crisis financiera internacional del 2008 conjuntamente con las políticas de flexibilidad cuantitativa de los principales Bancos Centrales del mundo han generado una externalidad positiva para la inversión en tierras. Si bien esta coyuntura está en proceso de cambio, es probable que el shock negativo que recibirá el precio de la tierra sea de corto plazo y que los factores estructurales (aumento de demanda, innovación, urbanización, etc.) lo amortigüen.”

¹² Idem

¹³ SERIE “PRECIO DE LA TIERRA” Compraventas 2016, publicado el 9 de marzo de 2017, DIEA-MGAP

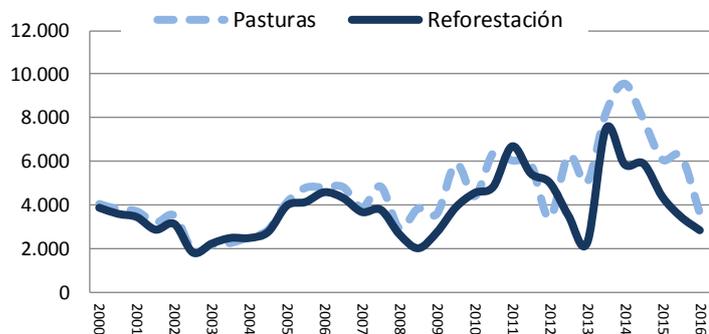
El comportamiento del precio de la tierra en Uruguay, ha mostrado una tendencia creciente, con una marcada aceleración desde 2003 en adelante, que se revierte en 2015 y continúa -a tasas menores- en 2016, según cifras DIEA ¹³. Este cambio de tendencia a partir de 2015, es consistente con lo que se verifica en otros países, como Estados Unidos y Brasil.

En lo que respecta, en particular al precio de la tierra en Estados Unidos, continúa la fase ascendente hasta 2015 para estabilizarse, en 2016, según cifras preliminares ¹⁴. 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 Volker (véase informe de actualización anterior) y en menor medida, después de la crisis financiera de Lehman Brothers, y en forma muy moderada (véase gráfica 7). Cualquiera de los dos shocks negativos en el nivel de precios, fueron revertidos en pocos años.



El comportamiento del precio de la tierra en Brasil, está afectado, además de por los factores descritos oportunamente para la tierra en general, por el efecto del tipo de cambio, en la medida que en ese país, la cotización del recurso se realiza en moneda nacional. Por ello, las fluctuaciones son amplificadas por este efecto. En el año 2014 comenzó una fuerte caída de los precios de la tierra, que hasta mediados de 2016 aún no se ha detenido (gráfica 8).

Gráfica 8. Precio de la tierra en Brasil, según destino
Estado de Sao Paulo - U\$S/ha.



Fuente: Insituto de Economía Agrícola de Sao Paulo

¹⁴. Land Value, Summary 2016. U\$SA - NASS

De todas formas, CARE analizó el comportamiento de las tasas promedio de evolución del precio de la tierra en intervalos de diferente cantidad de años, sobre una base de datos que se inicia en 1969. Los datos muestran una muy alta tasa de valorización en términos de dólares corrientes, para todos los intervalos considerados; es de destacar, por el contrario, la marcada caída en la variabilidad a medida que se aumenta el intervalo entre compra y venta. Para el intervalo de veinte años, se registra un desvío standard del 2.5% y un coeficiente de variación del 30% (cuadro 13).

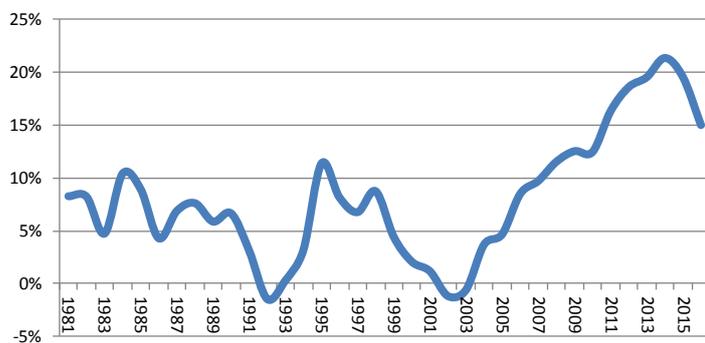
CUADRO 13: Tasas de evolución y variabilidad del precio de la tierra en distintos intervalos

Variable	Período considerado (años)				
	7	8	9	12	15
Tasa promedio	9,30%	9,20%	9,00%	8,10%	10,00%
Desv. St.	10,30%	9,50%	8,60%	6,00%	3,20%
Coef. Variación	111,10%	103,00%	94,60%	74,10%	32,10%

Fuente: elaborado en base a datos de DIEA-MGAP

La evolución anual de este indicador muestra una tendencia que se atenúa hacia el final del período, pero se mantiene en valores por encima del 15% de crecimiento anual (gráfica 9).

Gráfica 9. Evolución de la tasa de valorización anual del precio de la tierra en períodos de 12 años

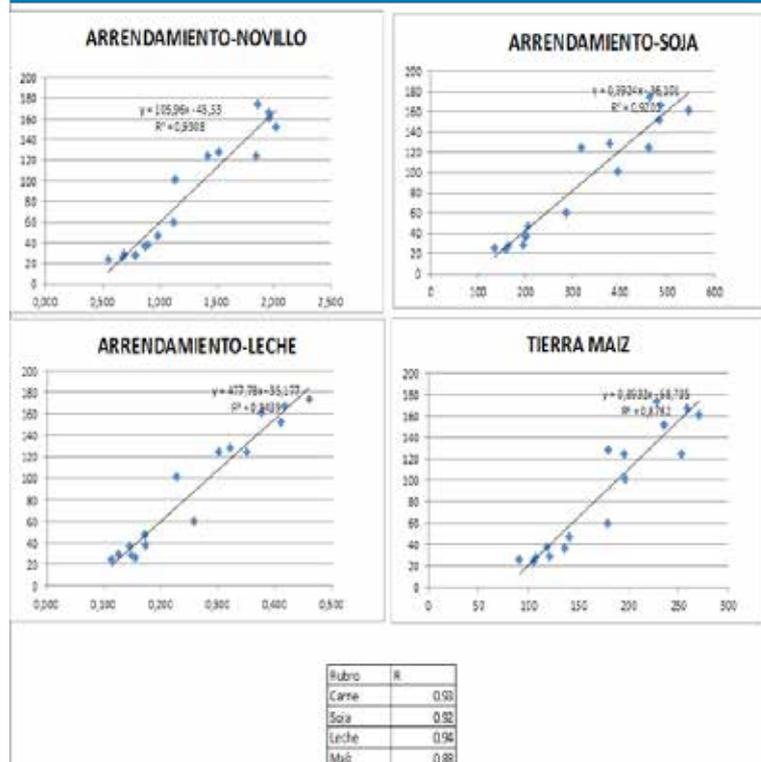


Fuente: elaborado en base a datos de DIEA - MGAP

4.4 Sobre los arrendamientos

El comportamiento de los precios de los arrendamientos, en los últimos 15 años, ha mostrado una fuerte vinculación con los precios de los productos agropecuarios y al precio de la tierra. Se hicieron las respectivas correlaciones simples a los efectos de evaluar las posibles sensibilizaciones a realizar, que arrojaron los siguientes resultados:

Gráfica 10. Resultados de correlaciones



Se concluye que el precio de los arrendamientos, en los últimos 15 años, guarda estrecha relación 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 a las proyecciones de los precios agropecuarios.

4.4 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. El gobierno discute con frecuencia diferentes propuestas que pueden afectar el clima de la inversión en tierras, si aparecieran leyes gravando nuevamente la tierra, o si se detuviera en alguna medida la inversión de fondos como el proyectado, o si se afectara la inversión extranjera directa. Todos estos elementos componen un riesgo político que al momento no puede preverse cómo será su desenlace.

No se perciben condiciones que permitan advertir mayores amenazas de las que se mencionaron líneas arriba. La introducción del nuevo impuesto de primaria, si bien constituye un cambio normativo, no afectaría significativamente el negocio en cuestión y no artería las expectativas del negocio sectorial en general.

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

VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

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

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

Comité de Calificación



Martín Durán Martínez



Julio Preve

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