

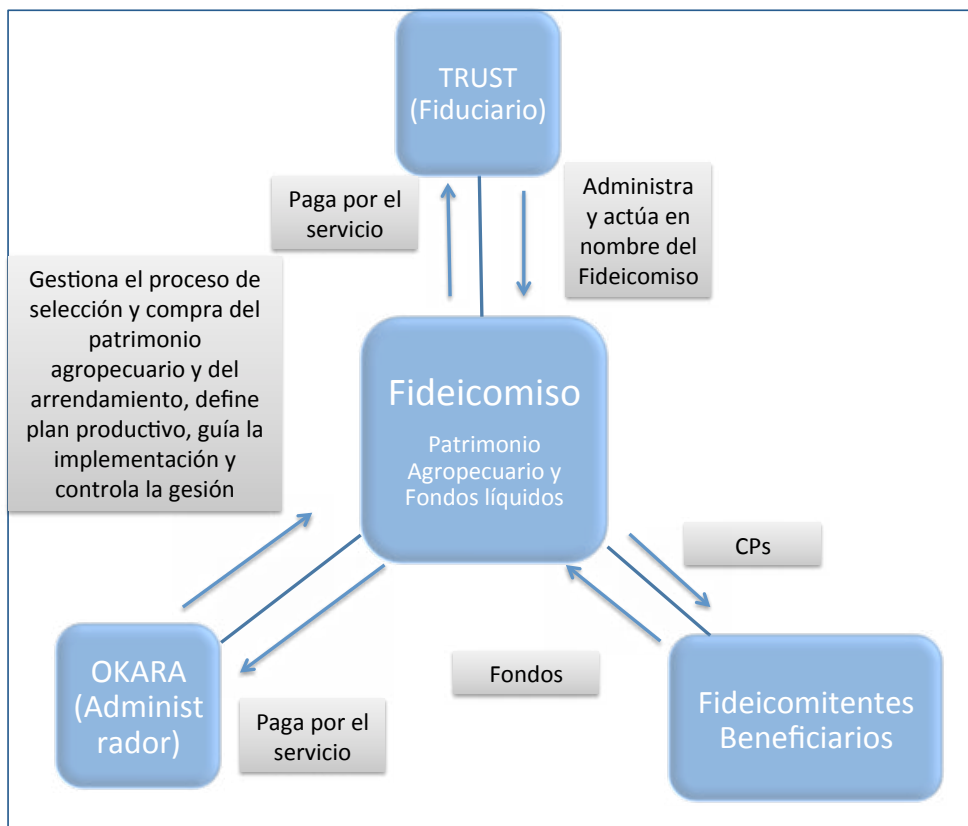
Actualización de Calificación de Riesgo de Certificados de Participación en el Dominio Fiduciario del “**Fideicomiso financiero campos sustentables**”

Montevideo, abril de 2016

3	Resumen general
0	i. Antecedentes
0	ii. El fideicomiso y los Certificados de Participación
0	iii. La administración
0	iv. El activo subyacente y el flujo futuro de fondos
0	v. El entorno
0	vi. Calificación de Riesgo

**Actualización de la Emisión de CPs del
FIDEICOMISO FINANCIERO CAMPOS SUSTENTABLES
Calificación Oferta Pública. 5/04/2016**

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 a emitir:	Certificados de participación.
Moneda:	Dólares americanos.
Importe de la emisión:	USD 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).
Calificadora de Riesgo:	CARE.
Calificación de Riesgo:	BBB (uy).
Manual:	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 calificación¹.
- 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.
- Destaca la alineación de incentivos entre el fideicomiso y el Administrador ya que este último adquiere certificados de participación por 500 mil dólares.
- 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 su conclusión luego de someter el proyecto a modificaciones de los escenarios.
- Un proyecto que desde el punto de vista físico y económico supera en el mismo sentido que en el punto anterior, diversas pruebas; y que al mismo tiempo se destaca por el nivel de cobertura de múltiples variables consideradas. Se destaca nuevamente, la cobertura prevista en el punto 4.3.1 “Explotación Excepcional” del Contrato de Fideicomiso². Con esta se mitiga el riesgo de generación de flujos y al mismo tiempo no queda excluido totalmente uno de los principales actores del sistema agrícola del país, promotor comprometido con el proyecto.
- Al tratarse de un proyecto a largo plazo para la maduración de las inversiones, y al depender esta maduración crucialmente de operaciones realizadas al comienzo del mismo, los informes trimestrales del administrador de los primeros años cobran particular relevancia para dos conceptos que ponderan fuertemente la gestión de la administración: la compra de tierra, la implementación de los planes de manejo de las explotaciones y los contratos de arrendamientos establecidos en el plan de negocios. Los avances concretados en este aspecto dan satisfacción de acuerdo a los indicadores de desempeño mínimo definidos para la emisión³.
- Al momento de este informe, el operador comunica que al 30 de diciembre de 2015 se firmó un Boleto de Reserva de Compraventa, por un

1. Véase www.care.com.uy

2. Definida como la explotación directa y transitoria que el Comité de Vigilancia decida que deba ser llevada a cabo por el Administrador cuando ocurran coyunturas excepcionales como por ejemplo: no encontrarse vigente un arrendamiento por ausencia de un candidato solvente, o en hipótesis de rescisión del arrendamiento y en tanto no se consiga otro, o en circunstancias similares que aconsejen esta modalidad de explotación.

3. Cláusula 12.5 del contrato de Fideicomiso.

establecimiento situado en el noreste del país, de una superficie de 6.940 has. Dicha compra supera el 50% del área total estimada del operador, estando muy cerca del compromiso de compra para los primeros tres años (75%).

- El precio de la tierra del negocio referido en el punto anterior, es un 13% inferior al presupuestado, por lo que se analizaron los impactos que este dato –de extenderse a toda la tierra a comprar–, tendría sobre los resultados económicos. Se verificó una pequeña mejora en la TIR.
- 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.
- 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.

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 porque es diferente en cada escenario. En definitiva, 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. 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 el Ing. Julio Preve, y el Cr. Martín Durán Martínez. El análisis de las contingencias jurídicas fue realizado en su momento, por el Dr. Leandro Rama Sienra, cuyo informe se puede consultar en www.care.com.uy.

Por disposición del BCU y de la Entidad Representante (BEVSA), se actualizará los meses de abril y noviembre de cada año a partir del cierre del primer

ejercicio del Fideicomiso⁴. No obstante la misma puede variar ante la aparición de hechos relevantes. En los primeros años del proyecto se considerarán 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. De concretarse las compras en trámite como se describe más adelante, se estaría cumpliendo con los indicadores de desempeño comprometidos.

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.

El cumplimiento mínimo esperado o lo que se denomina requisitos mínimos de desempeño, se ha cumplido satisfactoriamente. Los mismos refieren a los avances en la compra de los campos, en las plantaciones y posteriormente al crecimiento de los árboles.

La información analizada en esta ocasión fue la siguiente:

- Informe del operador, del último trimestre de 2015
- Informes N° 5 de Comité de Vigilancia, "Fideicomiso Financiero Campos Sustentables"
- Informe de inversión "Establecimiento 'La Rinconada'"
- Nota del Banco Central del Uruguay dando cuenta del resultado de la Asamblea de los Titulares Certificados de Participación del Fideicomiso Financiero Campos Sustentables, modificando el cronograma de integración.
- Entrevistas a informantes calificados.
- Entrevistas con el cuerpo técnico de Okara Limitada
- Estados Contables del Fiduciario al 31 de diciembre de 2015
- Estados contables del Fideicomiso al 31 de diciembre de 2015
- Estados Contables de Okara Limitada al 31 de diciembre de 2015

3. Noticias Significativas del semestre

- El 18 de setiembre de 2015 se realizó la emisión habiéndose suscripto la totalidad de la misma, esto es, USD 50 millones.
- Por Asamblea de fecha 25/11/2015, los Titulares de Certificados de Participación del Fideicomiso resuelven modificar el cronograma de integración de los Certificados de Participación, de acuerdo a lo previsto en la cláusula 3.3.4 del Contrato adelantando la Segunda y Tercera Integración para antes de fin de año.

4. Artículo 59.8 (Actualización de Calificaciones de Riesgo): El dictamen de calificación mencionado en el artículo 59.2, literal H del presente Manual, deberá actualizarse dentro del cuarto mes de cerrado el ejercicio, debiendo éste vincularse con los Estados Contables Anuales Auditados del Fideicomiso Financiero y dentro del undécimo mes de cerrado el ejercicio, debiendo éste vincularse con los Estados Contables Semestrales con Informe de Revisión Limitada del Fideicomiso Financiero.

- En base a lo anterior, se realizaron las siguientes integraciones: el 18 de setiembre , USD 17 millones; el 29 de diciembre, USD 0.33 millones y el 30 de diciembre, USD 32.670 millones completando así los USD 50 millones.
- Se ha firmado un boleto de reserva para la adquisición de un establecimiento en el noreste del país que cuenta con 6.940 has. a USD 3.465 la ha. lo que hace un total de USD 24.047.100. De concretarse, antes del primer año de funcionamiento, el Fideicomiso habrá utilizado casi el 50 % de sus fondos. Se estima que la transacción se confirme en el mes de abril de 2016.
- Marcos Guigou, uno de los referentes técnicos a juicio de CARE, adquirió el 100 % de las acciones de ADP, empresa vinculada a OKARA.

ii. El Fideicomiso y los Certificados de Participación

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

1. Descripción general

Denominación:	Fideicomiso Financiero Campos Sustentables
Fiduciario:	TRUST Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A.
Administrador:	Okara Limitada.
Agente de Registro y Pago:	TRUST Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A.
Entidad Representante:	Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay.
Cotización bursátil:	Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay.
Organizador:	Bado, Kuster, Zerbino&Rachetti (asesor legal)
Asesor Fiscal:	Echevarría Petit& Asociados
Títulos a emitirse:	Certificados de participación
Activos del Fideicomiso:	Inmuebles rurales, contratos de arrendamientos, entre otros.
Moneda:	Dólares
Importe de la Emisión:	USD 50.000.000
Plazo:	12 años.
Distribuciones:	Anuales, a los 10 Días Hábiles Bancarios contados desde la Fecha de Cierre de los Estados Contables Anuales, siempre que existan Fondos Netos Distribuibles.
Calificadora de Riesgo:	CARE calificadora de Riesgo
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.

El informe recorre diferentes aspectos del contrato de fideicomiso, haciendo énfasis en la suscripción e integración diferida, en el objeto, y en los derechos de los beneficiarios. Analiza los aspectos subjetivos de las contingencias jurídicas de estructura (del fiduciario, del administrador y de los fideicomitentes beneficiarios) y los aspectos objetivos. Estos últimos son:

- La Implantación del proyecto: procedimiento de selección de inmuebles (Adquisición y Enajenación); la selección de los arrendatarios y la explotación tecnológica;
- las herramientas de acceso a la información, fiscalización y control que se

atribuyen a los Titulares en relación a la marcha del negocio con especial énfasis en las injerencias del Comité de Vigilancia;

iii. Régimen de responsabilidad de las partes.

Finalmente 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 empresa administradora

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).

Tiene como antecesora a DELUNADO S.A., con fecha 15 de abril de 2011 la Auditoría Interna de la Nación aprobó una reforma de los estatutos por lo que pasó a tener la denominación actual. La reforma estatutaria introdujo varias modificaciones según lo dispuesto por Asamblea Extraordinaria de Accionistas de 8 de noviembre de 2010 y 17 de marzo de 2011 (las principales modificaciones habilitan a la sociedad a actuar como administradora de fondos de inversión, como fiduciaria financiera y aumentan el capital). Las publicaciones han sido realizadas en el Diario Oficial con fecha 4 de mayo de 2011 y en la Gaceta Comercial el 5 del mismo mes y año. Los estatutos sociales modificados han sido inscriptos en el Registro de Personas Jurídicas, Sección Comercio de la Dirección General de Registros del Ministerio de Educación y Cultura con el número 6.157 el día 2 de mayo de 2011.

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 (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 31 de diciembre de 2015 y su comparativo con el ejercicio cerrado en 2014. A modo informativo, se agrega además el ejercicio 2013.

Cuadro 1: Estado de Situación de TRUST (miles de \$)

Concepto	31/12/15	31/12/14	31/12/13
Activo	29.951	20.695	20.541
Activo Corriente	2.484	1.934	3.328
Activo no Corriente	27.466	18.761	17.213
Pasivo	20.890	12.969	13.675
Pasivo Corriente	219	171	595
Pasivo no Corriente	20.671	12.798	13.080
Patrimonio	9.061	7.726	6.867
Pasivo y Patrimonio	29.951	20.695	20.541
Razón Corriente	11,34	11,31	5,59

Fuente: EE.CC TRUST al 31/12/2015.

Cuadro 2: Estado de Resultados de TRUST (miles de \$)

Concepto	31/12/15	31/12/14	31/12/13
Ingresos Operativos Netos	3.223	2.910	2.192
Resultados Financieros	2.103	1.409	782
Total Ingresos	5.326	4.320	2.974
Gastos de Administración	(1.568)	(2.321)	(2.053)
Gastos financieros	(2.423)	(1.373)	(433)
Total Egresos	(3.991)	(3.694)	(2.486)
Resultado del Ejercicio	1.335	626	488

Fuente: EE.CC TRUST al 31/12/2015.

Se desprende de los cuadros precedentes que la firma tiene aún una actividad pequeña pero positiva y creciente. En efecto, cuenta a la fecha de cierre de ejercicio con dos clientes, El principal es el FF Torres Nuevo Centro y el segundo, incorporado en setiembre de 2015, el FF Campos Sustentables.

2. OKARA SRL

El Fiduciario designó como Administrador Profesional a OKARA LIMITADA, con 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 entonces 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 no es necesario reiterar acá (ver informe de calificación original). Solo cabe reiterar que, como ya se informara en otra sección de este informe, se ha firmado un boleto de reserva para la adquisición de un predio de 6.900 has que, de concretarse, estaría avalando la capacidad del Administrador.

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.

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 3: Estado de Situación (miles de \$)			
Concepto	31/12/15	31/12/14	31/12/13
Activo	20.049	1.864	2.465
Activo Corriente	1.254	442	2.456
Activo no Corriente	18.795	1.422	9
Pasivo	19.222	1.169	2.243
Pasivo Corriente	206	209	791
Pasivo no Corriente	19.016	960	1.452
Patrimonio	827	695	222
Pasivo y Patrimonio	20.049	1.864	2.465
Razón Corriente	6,09	2,11	3,10

Fuente: EE.CC OKARA srl.

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

Concepto	31/12/15	31/12/14	31/12/13
Ingresos Operativos	9.396	7.616	914
Egresos Operativos	(8.471)	(7.109)	(754)
Resultado Bruto	925	507	160
Resultados Diversos	(292)	(70)	(28)
Resultados Financieros	(460)	212	(37)
Resultados antes de IRAE	172	650	95
IRAE	(40)	(176)	(23)
Resultados del Ejercicio	132	474	72

Fuente: EE.CC OKARA srl.

Se puede observar que la firma sigue incrementando sus ingresos, en este último ejercicio lo hizo en más de 23 % mientras que el resultado bruto se incrementó más de 82 %. El resultado final en cambio disminuye, explicado básicamente por costos financieros.

En el plano patrimonial se destaca un fuerte incremento del activo no corriente por participación en otras empresas, inversión que fuera financiada con préstamo de socios lo que explica a su vez el fuerte incremento del pasivo no corriente. En definitiva, el patrimonio se incrementó en el último ejercicio en 19 %.

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 USD 50 millones. Por lo tanto, este primer ejercicio del Fideicomiso cubre el periodo que va desde la fecha de emisión al 31 de diciembre de 2015, es decir poco menos de 3 meses y medio.

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 resuelven 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, USD 17 millones; el 29/12, USD 0.33 millones y el 30/12, USD 32.670 millones completando así los USD 50 millones.

No se registran movimientos en el periodo a excepción de una ganancia devengada por \$ 19.327.321 por concepto de intereses y diferencia de cambio.

Como hecho posterior a la fecha de cierre se puede mencionar la firma de un boleto de reserva por un establecimiento de 6.900 has. a USD 3.465/ha transacción que se espera se concrete en el mes de abril de 2016.

4. Riesgos considerados:

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

Riesgo 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 hará el Fiduciario de aspectos centrales para su desempeño así como el Comité de Vigilancia con amplias atribuciones y el sometimiento a protocolos de actuación; se considera que el riesgo de incumplimiento de la administradora con las responsabilidades del proyecto es prácticamente inexistente.

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 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.

A la fecha de confección de la presente actualización, el Fideicomiso estaría invirtiendo casi el 50% 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 13 mil has. Se monitoreará en cada una de las actualizaciones el avance en la adquisición de tierras, el desarrollo de los planes de optimización del uso, y los arrendamientos posteriores.

CARE entendió oportunamente que los supuestos sobre los ingresos por arrendamiento, resultaban optimistas, en tanto se vinculaban solo con el precio de la tierra. Si bien esto es así, parece influir más la evolución de los precios de los productos. El comportamiento de las variables relevantes –en el período transcurrido hasta el momento- parecen confirmar este punto de vista, pero aún no se han concretado negocios de arrendamiento que permitan ratificar esta conclusión.

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 8,26% 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.

De modo de estresar el flujo de fondo del proyecto, se presentan en el Prospecto estimaciones de diferentes escenarios.

El Cuadro 6 del prospecto expone la respuesta del retorno del inversor según variaciones en las proyecciones de precio. **Se observa que para que la TIR del proyecto furea del 0% el precio de la tierra en los siguientes 15 años tendría que verificar una caída promedio anual del 2,2% anual y una evolución similar del valor del arrendamiento. Vale la pena mencionar que este escenario es de muy baja probabilidad y que no se ha verificado en el país desde que existen registros estadísticos.** El precio de la tierra ha evidenciado en Uruguay y en el mundo una tendencia de largo plazo creciente. Es un bien escaso, que conjuntamente con una demanda creciente de alimentos en el mundo presiona al alza el valor de este factor de producción. Asimismo, el avance tecnológico, que aumenta la productividad, hace que se valore aún más (ver Informe Sectorial de la Tierra, en www.care.com.uy). A su vez, la liquidación final del activo tierra puede diferirse o adelantarse hasta tres años, de modo de optimizar el momento de finalización del proyecto.

Cuadro 5. Retorno del Proyecto según variaciones en el valor de la tierra y del valor del arrendamiento

Valores de variación %, base valor tierra.

	Valor tierra *	TIR Proyecto	TIR Inversionista
	-8,50%	-4,10%	-4,10%
	-7,30%	-3,40%	-3,40%
	-6,00%	-2,60%	-2,60%
	-5,00%	-2,00%	-2,00%
	-4,00%	-1,30%	-1,30%
	-3,00%	-0,60%	-0,60%
	-2,00%	0,10%	0,10%
	-1,00%	0,90%	0,90%
	0,00%	1,60%	1,60%
	1,00%	2,40%	2,40%
	2,00%	3,30%	3,30%
	3,00%	4,10%	4,10%
Escenario Conservador	4,00%	5,00%	5,00%
	5,00%	5,80%	5,80%
	6,00%	6,70%	6,70%
	7,00%	7,60%	7,30%
Escenario Neutro	8,00%	8,50%	8,00%
	9,00%	9,40%	8,80%
	10,00%	10,40%	9,60%
	11,00%	11,30%	10,40%
	12,00%	12,30%	11,20%
	13,00%	13,20%	12,10%
	14,00%	14,20%	13,00%
Escenario Optimista	15,00%	15,20%	13,90%
	16,00%	16,10%	14,80%
	17,00%	17,10%	15,70%
	18,00%	18,10%	16,60%
	19,00%	19,10%	17,50%
	20,00%	20,10%	18,50%
	21,00%	21,10%	19,40%

* El valor de la tierra se supone correlacionado en un 100% con el valor del arrendamiento. Por este motivo, variaciones en este precio, afectan de igual manera el ingreso por arrendamiento.

Fuente: Prospecto de Emisión.

Cabe subrayar 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 conservador el guarismo de 8% de incremento anual de valor, 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

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 el precio de ésta.

CARE entiende que el precio del arrendamiento es más afectado por el precio de los productos, y por ello modificó el flujo de fondos asumiendo un precio constante en términos nominales. 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 USDA, de FAO-OCDE y del Banco Mundial⁵. La TIR obtenida de este cálculo se ubicó en 7,34%.

Una vez conocido el precio pactado en el primer compromiso de compra venta, situado en USD 3.465/ha, se verificó que marca una reducción del 13% respecto a lo estimado en el prospecto, lo que es consistente con la información publicada por DIEA MGAP en marzo de 2016, estableciendo una caída en el precio del activo a nivel nacional en 2015 respecto a 2014, del 8.9%.

Por tal motivo, y en la medida que la compra en trámite es de significativa importancia, ya que su monto alcanza casi el 50% de los fondos disponibles, se decidió recalcular la TIR teniendo en cuenta que podría verse afectada en la medida que la disminución del precio de la tierra, deberá significar el aumento del área a adquirir y a arrendar, y por lo tanto se incrementarán los ingresos por arrendamientos, aunque la tasa de la valorización de la tierra sea la misma.

El nuevo escenario calculado por CARE en base al precio a pagar en la primer compra de tierras y a los supuestos de precios de los arrendamientos adoptados en ocasión del informe de calificación, si bien la TIR del proyecto respecto a la presentado en el prospecto, se incrementa respecto a la anterior estimación de CARE llegando a 7,57%, cuando era de 7.34%. El efecto de la probable baja en las proyecciones de precios de arrendamiento es reducida en términos de TIR, debido a que el principal “driver” del retorno de la inversión

5. OCDE FAO. Perspectivas agrícolas 2015 – 2023, USDA Agricultural projections to 2025 y World Bank projections to 2025.

está asociado a la apreciación de la tierra (67%) y en menor medida a los ingresos por arrendamiento (33%).

De esta forma, resulta un conjunto de indicadores de resultado económico según se consideren los dos precios de la tierra manejados, y las dos trayectorias previstas para el valor de los arrendamientos que se resumen en el cuadro siguiente:

Cuadro 6: Tasa interna de Retorno resultante de las distintas alternativas de cálculo		
	<i>Tasa de valoración de los arrendamientos</i>	
<i>TIR PROYECTO</i>	<i>Prospecto (7.66%)</i>	<i>CARE (0%)</i>
Precio de la tierra previsto	8,54%	7,38%
Precio de la tierra real	8,90%	7,57%
<i>TIR INVERSIONISTA</i>		
Precio de la tierra previsto	8,03%	6,97%
Precio de la tierra real	8,40%	7,16%

2.2 Análisis de riesgo, escenario volátil.

Ya en ocasión de la calificación original, CARE 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 aun 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 presentado⁶, 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.

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

7. Weighted Average Cost of Capital.

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 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:

$E(r_i)$: Tasa de retorno esperada del capital

β_{im} : Riesgo sistemático propio respecto del riesgo de mercado⁹.

r_f : tasa libre de riesgo

$E(R_m) - R_f$: Prima de Riesgo país. Es el premio por riesgo específico al mercado que opera el proyecto.

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

A pesar de que el período de tiempo desde la calificación original, es escaso, se volvió a estimar la tasa de retorno esperado del capital, en la medida que se verificaron cambios de signo contrario en la tasa libre de riesgo y en el riesgo país. Para determinar la tasa libre de riesgo, se utiliza el rendimiento de los bonos del Tesoro norteamericano a diez años (U.S. 10 year Treasury bond), que ha evolucionado a la baja, desde 2,123% en que se situaba en mayo de 2015, a 1,829% en que se sitúa en marzo de 2016, en tanto que el riesgo país, medido a través del índice UBI de República AFAP, se situaba en mayo de 2015, en términos promedio en 175 puntos básicos, en tanto que a marzo de 2016 se ubica en 262, puntos básicos. De este cálculo, resultó entonces, una disminución de $E(r_i)$ del orden del 7%, lo que mejora el valor actual neto del flujo¹⁰.

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.

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

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

10. Este ejercicio se toma simplemente como una referencia en tanto estima el costo de oportunidad internacional, alternativa que no está disponible para los fideicomitentes. De todas formas se considera información de utilidad.

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 y productos, 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. En este sentido vale aclarar que esta calificación cobra pleno sentido sólo si se pueden desencadenar los procedimientos previstos en el plan de negocios vinculados en la identificación, adquisición y arrendamiento de estos inmuebles rurales subutilizados pero con alto potencial productivo y valorizables en el mediano y largo plazo mediante la aplicación de un plan de desarrollo tecnológico según las particularidades de cada inmueble.

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 siguientes 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 validos en el momento de su actualización.

- Los productos agrícolas-alimenticios aumentan de valor por, la demanda mundial debido a cambios demográficos (aumento del 40% en la población al 2050) y al crecimiento económico, particularmente, en las economías en desarrollo. Esto induce la demanda derivada por tierra en lo que respecta al uso de la misma como factor de producción.
- El crecimiento de las ciudades y la urbanización, provocan un doble efecto. Por un lado aumenta la demanda de alimentos vía "mercado" y por otro, disminuye el área agrícola cultivable en el planeta.
- En Uruguay, el sector agrícola ha evidenciado un importante crecimiento en la siembra. En 2014 se cultivaron 1,8 millones de hectáreas en el país.
- Dado que los rendimientos físicos planteados están lejos de la frontera tecnológica, bien puede esperarse que en el tiempo se logren productividades crecientes.
- Existe seguridad comercial secundada por el fácil acceso a los principales

mercados y variadas opciones de comercialización en los rubros de exportación.

- Posibilidades de mejora en la infraestructura y logística en el mediano plazo que aumentarían los márgenes.
- La tierra evidencia una demanda derivada como inversión debido a que es un bien escaso y protege a los inversores de desequilibrios monetarios, inflación, quiebras financieras, etc. El abuso en la flexibilidad de las políticas monetarias en los principales mercados ha configurado un escenario más que propicio para que continúe la apreciación de la tierra por este motivo.

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.

El escenario internacional actual se caracteriza por tres fenómenos que alteran el comportamiento de los precios: 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 enlentecimiento en esa dinámica determinando una reducción de la demanda por las materias primas y los alimentos.

Estos tres fenómenos determinan impactos adversos sobre las economías emergentes, en varios aspectos: por un lado el fortalecimiento del dólar implica una reducción de todos los precios nominados en esa moneda, y por otro, el debilitamiento de la demanda acentúa ese comportamiento; el otro aspecto adverso lo constituye el cambio en el escenario financiero mundial; de una situación de abundancia de financiamiento a consecuencia de las políticas de “flexibilización cuantitativa”, que determinó un fuerte flujo de capitales hacia esos países, con la nueva situación tiende a revertir el sentido del flujo elevando los costos de financiamiento.

En base a lo anterior se concluye que las modificaciones en el escenario mundial son de carácter coyuntural, y que no implican por tanto alteraciones permanentes de los supuestos utilizados. De todas formas, el hecho que se haya registrado este cambio en los precios, a los inicios del proyecto, afecta favorablemente la inversión, en la medida que la adquisición de tierras, se realizará, de acuerdo a los datos de la primera adquisición en curso, a precios inferiores a los estimados, por lo que mejora las perspectivas de la inversión.

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-alimenticios. 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-alimenticios

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 exhibido trayectorias crecientes en los últimos diez años en el mundo y en Uruguay. El mercado internacional de los granos ha atravesado 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, destaca 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 es 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.

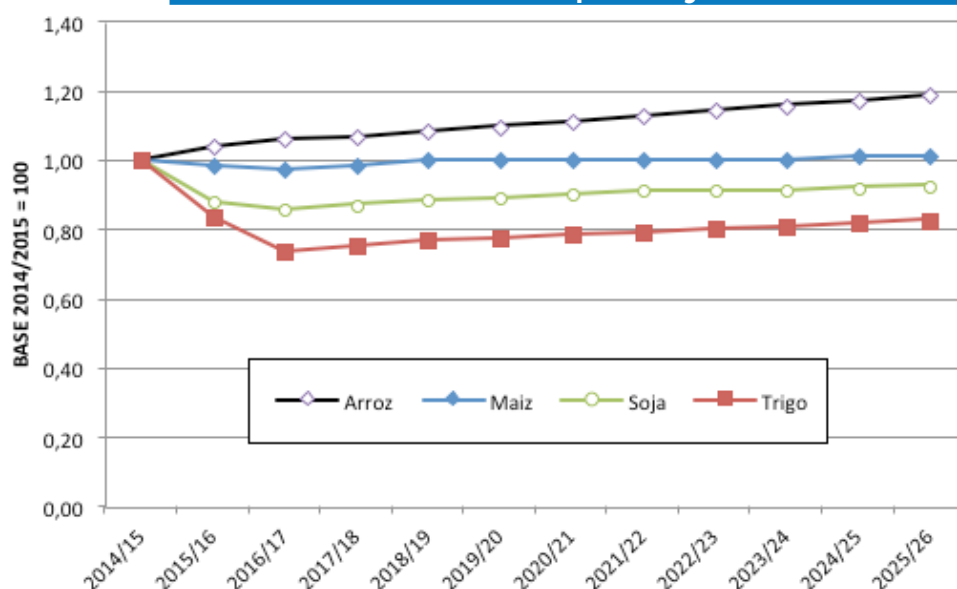
No obstante lo anterior y según publican las principales instituciones que se dedican a proyectar precios de los commodities agrícolas, el escenario antes mencionado estaría llegando a su fin.

Las perspectivas del Banco Mundial, OCDE-FAO y el USDA 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 USDA, ya publicó sus proyecciones para la década próxima y ratifican en prácticamente todos los rubros agrícolas esa leve mejora en términos nominales¹¹.

11. USDA Agricultural Projections to 2025, febrero de 2016

Gráfica 1. Evolución del índice de precios agrícolas



Fuente: USDA, Agricultural Projections to 2025, febrero de 2016.

Las proyecciones marcan cierta estabilidad en el mediano plazo, con la excepción del arroz, por un lado, que muestra una tendencia levemente creciente (tasa anual del 1.4%) respecto al precio de 2015/16 y el trigo, por otro, que muestra una tendencia declinante de -0.5%.

4.3 Sobre el precio de la tierra

El precio más importante y por tanto el juicio más determinante para la calificadora es el de la tierra. Esto se fundamenta en que aproximadamente el 66% de los retornos de la inversión se explican por el valor de este activo.

El precio de la tierra ha mantenido un fase de apreciación en dólares desde comienzos del siglo hasta 2014 aunque ese año, a un menor ritmo de crecimiento que el evidenciado en la década pasada.

Las perspectivas de demanda internacional por tierra son alentadoras y ubican los precios en niveles crecientes para el corto y mediano plazo. En el Informe Sectorial de CARE sobre el precio de la tierra¹², se presenta un detallado informe 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

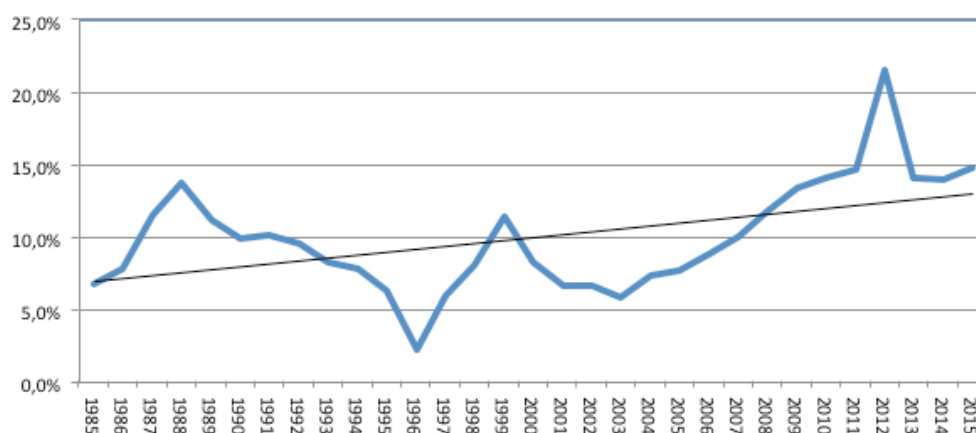
12. Precio de la Tierra; tierra de uso agropecuario en Uruguay, diciembre de 2015, disponible en care@care.com.uy

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.”

A pesar de ello y en respuesta a las condiciones de la economía mundial señaladas, se han producido algunos cambios en el comportamiento de corto plazo del precio de la tierra en 2015. Según cifras publicadas por la DIEA - MGAP, en base a la información obtenida de la Dirección General de Registros (DGR) del Ministerio de Educación y Cultura, sobre la totalidad de las transacciones durante 2015, el precio promedio de la ha de tierra, registró un descenso del 9% respecto a 2014 al pasar de USD 3.934 a 3.584.

De todas formas la experiencia histórica demuestra que esos movimientos de los precios no han impedido que la tasa de crecimiento de los precios en períodos de quince años muestre valores positivos y altos. En efecto, CARE ha estimado la tasa de valorización del precio de la tierra en intervalos de 15 años, a partir de 1969. Esa información concluye que la tasa promedio es del 10% anual, que la tendencia es alcista y que los menores valores se obtuvieron en los años 1995 a 1997, siendo el valor mínimo de 2.2% (véase gráfica).

Gráfica 2. Tasa de valorización anual del precio de la tierra en períodos de 15 años



Fuente: DIEA - MGAP.

Si se analiza el comportamiento de esta variable modificando la duración de los períodos considerados se observa que a medida que se acortan los períodos, aumenta la variabilidad de los resultados. Si bien la mayor tasa se obtiene con períodos de 15 años, además el coeficiente de variación es sensiblemente menor que los obtenidos con períodos de 12 y 9 años (37%, 85% y 98% respectivamente).

Cuadro 7. Valorización anual del precio de la tierra según extensión del período considerado

	<i>Período considerado (años)</i>		
	<i>9</i>	<i>12</i>	<i>15</i>
Tasa promedio	9,0%	7,9%	10,0%
Desv. St	8,9%	6,7%	3,7%
Coef. Var.	98%	85%	37%

Por tal motivo se entiende que a pesar del comportamiento reciente de los precios, fundado en la evolución esperada del entorno mundial en el mediano y largo plazo, y en los antecedentes en el comportamiento histórico del precio de la tierra, el riesgo derivado del comportamiento del precio de la tierra, es bajo.

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)¹³ de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez

13. 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.