

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

*Montevideo, noviembre de 2019*

---

4	RESUMEN GENERAL
6	I INTRODUCCIÓN
10	II EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACION
12	III LA ADMINISTRACION
17	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS
23	V EL ENTORNO
31	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

---

## Actualización Calificación de Oferta Pública 06-noviembre-2019

<b>Denominación:</b>	Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas
<b>Fiduciario:</b>	TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A.
<b>Fideicomitente/Operador:</b>	Bearing Agro
<b>Agente de Registro y Pago:</b>	TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A.
<b>Entidad Representante:</b>	Bolsa de Valores de Montevideo.
<b>Títulos emitidos:</b>	Certificados de participación
<b>Moneda:</b>	Dólares americanos
<b>Importe de la emisión:</b>	USD 50.000.000 (cincuenta millones de dólares).
<b>Plazo :</b>	15 años
<b>Fecha de emisión:</b>	9 de setiembre de 2016
<b>Distribuciones:</b>	Bianuales, con vencimientos el 15 de abril y el 15 de setiembre de cada año.
<b>Activos del Fideicomiso:</b>	Inmuebles rurales, infraestructura de riego, arrendamientos, entre otros.
<b>Calificación de Riesgo:</b>	BBB (uy)
<b>Vigencia de la calificación</b>	30 de abril 2020 <sup>1</sup>
<b>Manual utilizado:</b>	Manual Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros

<sup>1</sup> . La Vigencia de la Calificación puede cambiar ante la aparición de hechos relevantes.

## Resumen General

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

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

- Una construcción financiera que desde el punto de vista jurídico ofrece las garantías necesarias.
- Los informes del operador (Bearing Agro), resultan satisfactorios para la marcha del proyecto. En ese sentido, la empresa sigue mostrando capacidad de llevar adelante el proyecto y cuenta con el compromiso de sus miembros, lo que se observa en los informes referidos y en las visitas a los predios. Se destaca que la misma empresa ya concretó la emisión de un segundo fideicomiso Financiero (Tierras Irrigadas II), bajo una construcción financiera muy similar a éste.
- Un negocio que desde el punto de vista económico-financiero para el inversor, soportó los stresses ajenos al negocio a los que razonablemente la emisora y la calificadora sometieron el proyecto en oportunidad de la calificación original. La última proyección financiera que se realizó una vez completada la compra de tierras y que determinó una TIR estimada del 7,3%, también fue sensibilizada con resultados satisfactorios.
- Por otra parte, y a la luz de los cambios en el panorama financiero internacional, se recalculó nuevamente la Tasa de retorno esperada del capital del WACC (Weighted Average Cost of Capital), manteniéndose las conclusiones (véase Sección IV).
- 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 del administrador de los primeros años cobran particular relevancia para tres conceptos que ponderan fuertemente en la gestión de la administración: la compra de tierra (ya culminada), la implementación de la infraestructura de riego (en proceso) y el desarrollo de la explotación agrícola establecidos en el plan de negocios. Asimismo se determinaron porcentajes mínimos de desempeño los cuales se han cumplido.
- Se destaca la alineación de incentivos entre el fideicomiso y el operador ya que este último adquirió certificados de participación por el 7,5% del monto total de la emisión con un total de 3,75 millones de dólares.
- Ya se ha culminado con la compra de los campos, que son tres establecimiento por un total de 5.918 has. Se ha tomado posesión de los mismos y se han verificado avances en las inversiones de riego. El primer predio adquirido ya regó en la última zafra de verano, mientras que en los otros dos hay diferente grado de avance en las inversiones, que muy probablemente estarán operativas para la zafra 19/20. En la zafra 18/19 se sembraron aproximadamente 3.000 hectáreas de soja (12% bajo riego) y 373 hectáreas de maíz (aproximadamente el 80% regadas). Los rendimientos fueron muy buenos tanto en las áreas regadas como en

las de sequía ya que las precipitaciones en el verano acompañaron los requerimientos de los cultivos. Para la zafra 2019/20 se sembrarán en el entorno de las 900 hectáreas de maíz (un 90% bajo riego) y unas 2.500 hectáreas de soja (aproximadamente un 60% bajo riego, dependiendo de la conexión eléctrica en uno de los campos). En dos de los campos ya se está realizando la explotación ganadera y Montes del Plata comenzó a realizar los laboreos de suelo necesarios para la instalación de los rodales, en las áreas arrendadas para uso forestal.

- Para el caso de los commodities alimenticios, se espera para el mediano plazo un mantenimiento de la actual situación de precios deprimidos, como resultado de que el crecimiento de la producción ha venido superando al consumo, situación de se mantendría en los próximos años. De esta forma, se proyecta para el mediano plazo una disminución de los precios reales de los alimentos, aunque sí crecerán en términos nominales. Asimismo, se espera que luego de varios años de condiciones de mercado relativamente tranquilas, los mercados agrícolas mundiales enfrenten riesgos crecientes, incluida la incertidumbre política por las tensiones comerciales.
- El mercado de tierra agrícola, si bien está afectado por coyunturas de oferta y demanda de corto plazo así como de decisiones nacionales e internacionales de políticas que afecten el tipo de cambio real, para el largo plazo presenta tendencias de incremento en sus precios, como ha sido el comportamiento histórico. Si bien el precio de la tierra ha mostrado una leve tendencia a la baja y muestra en los últimos años un comportamiento muy variable, el patrimonio del Fideicomiso que surge de los Estados Contables es muy similar al valor de la emisión. En particular, para estos campos, las últimas tasaciones disponibles a diciembre de 2018 muestran un aumento significativo en el valor, lo cual se explica por las inversiones realizadas en represas, riego, electrificación, caminos y otras mejoras.
- En cuanto a las políticas públicas sectoriales, no se perciben riesgos en este sentido. Asimismo, la implementación de riego en las explotaciones agropecuarias está alineado con las disposiciones de la política actual y nada hace prever que eso pueda variar si ocurriera un cambio de gobierno.

## I. INTRODUCCIÓN

### 1. Alcance y marco conceptual de la calificación

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

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

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

CARE Calificadora de Riesgo es una calificadora con registros y manuales aprobados por el Banco Central del Uruguay a partir del 3 de abril de 1998. Califica conforme a su metodología oportunamente aprobada por dicha autoridad, seleccionando los profesionales necesarios para integrar en cada caso el comité de calificación, el que juzga en función de sus manuales. Estos, su código de ética, registros y antecedentes se encuentran disponibles en el sitio web: así como en el del regulador: [www.bcu.gub.uy](http://www.bcu.gub.uy). El comité de calificación estuvo integrado en este caso por Julio Preve, Adrián Tambler y Martín Durán Martínez. El análisis de las contingencias jurídicas fue realizado, en su comienzo, por el Dr. Leandro Rama Sienna<sup>2</sup>.

Esta calificación, tiene vigencia hasta el 30 de abril de 2020, sin perjuicio de la aparición de hechos relevantes que justifiquen una revisión antes de esa fecha.

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

- **Antecedentes generales**

El objeto principal del "Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas" fue la emisión de certificados de participación de oferta pública, a los efectos de obtener los recursos necesarios para ejecutar el plan de negocios del Fideicomiso,

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

que consiste en la adquisición de inmuebles rurales con determinadas características, realizarles intervenciones en infraestructura de riego, a los efectos de darlos en aparcería para su explotación, con cargo a los fondos que componen el Patrimonio Fiduciario.

Se trata de una estructura financiera de inversión a largo plazo respaldada por un activo tangible que aumenta de valor y un flujo de ingresos en base a un contrato de aparcería desarrollado mediante un plan de explotación llevado a cabo por el operador.

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

El plazo de la inversión es de 15 años, pudiendo extenderse por tres años.

Las principales características del proyecto son:

- Administración a cargo de Bearing Agro S.A, una compañía con probada habilidad, en la administración de inmuebles destinados a la actividad agrícola, con especialidad en riego.
- Se adquirieron 5.918 hectáreas de campo, y ya están dadas en explotación 3.414 has mediante contrato de aparcería (Bearing) y en los que el operador, por cuenta del Fideicomiso está realizando las inversiones en infraestructura de riego para aumentar la productividad de la explotación en arrendamiento. La superficie ganadera es explorada por terceros; en dos de los predios adquiridos ya hay ganadería, y en el tercero se están realizando los alambrados necesarios para la explotación.
  - Respecto del ingreso bruto total estimado, y para valores promedios de la tierra y de los productos agrícolas de las diferentes simulaciones, aproximadamente un 75% correspondería a la venta de la tierra al final del proyecto, y un 25 % a los ingresos por aparcería.
  - En mayo de 2017 se tomó posesión del primer campo (Las Acacias)<sup>3</sup> con una superficie de 1.732 has. En ese predio ya se ha culminado con las inversión en riego, instalándose 10 pivots, que ya se han puesto en funcionamiento en la anterior zafra de verano (18/19).
  - El 31 de mayo de 2018 se tomó posesión del segundo predio (Santa Elena) también ubicado en Soriano y con una superficie de 2.768 has. El sistema de riego ya se encuentra con un avance muy importante y estará operativo para regar en la próxima zafra de verano 19/20. En ese predio se han instalado 14 pivots.
  - El tercer predio (Selva Negra) tiene una superficie de 1.400 hectáreas, habiéndose tomado posesión del mismo el 31 de mayo de 2018. En este predio también se espera poder regar en la próxima zafra de verano, aunque existe la duda respecto de si estará disponible la conexión eléctrica. En este predio se instalaron 9 pivots.

<sup>3</sup> CARE tiene información detallada de todos los predios del fideicomiso

- Hechos salientes del Período**

En la última zafra (18/19) se sembraron 374 hectárea de maíz en Las Acacias, de las cuales casi un 90% estuvieron bajo riego; los rendimientos fueron muy buenos en ambos casos (cuadro 1) ya que las precipitaciones fueron muy favorables para los cultivos de verano. En ese mismo predio se sembraron 580 hectáreas de soja de las cuales un 63% estuvieron bajo riego. Los rendimientos bajo riego fueron superiores a los de secano; 17% para el caso del maíz pero apenas un 3% para el caso de la soja.

En los otros predios se sembraron aproximadamente 2.390 hectáreas de soja con rendimientos entorno a los 3 mil kilos, levemente superior al promedio nacional.

**Cuadro 1: Superficie plantada y rendimientos 2018/2019**

Predio	Maíz		Soja		Superficie Total
	con riego	sin riego	con riego	sin riego	
Las Acacias (superficie)	331	43	365	215	<b>954</b>
Las Acacias (rendimiento)	9.730	8.304	3.524	3.427	
Santa Elena (superficie)				1.559	<b>1.559</b>
Santa Elena (rendimiento)	-	-	-	2.948	
Selva Negra (superficie)				829	<b>829</b>
Selva Negra (rendimiento)				3.012	
<b>Superficie total</b>	<b>331</b>	<b>43</b>	<b>365</b>	<b>2.603</b>	<b>3.342</b>

Fuente: El operador

Respecto de los avances en el desarrollo del riego de los predios Santa Elena y Selva Negra, los componentes de hardware, pivots, bombas, tuberías y cables, se encuentran en su totalidad en cada uno de los campos, y la construcción de las dos represas y el armado de los pivots está finalizado.

En lo referente a los trabajos de mano de obra que tienen que ver con instalación de tuberías y bombas se encuentra a setiembre de 2019, en un 93% de avance. La instalación del cableado de media tensión que es el que va en su mayoría junto con la tubería se encuentra en un 80%. La construcción de caminería y pasos para giro de los pivots se estima que va aproximadamente en el 70%.

De los dos campos; Santa Elena es el que se encuentra más avanzado y se proyecta regar sin inconvenientes en el próximo verano. Para el caso del Selva Negra si bien viene con menor avance, se estima que igualmente se podría llegar a regar este verano, la limitante podría ser la no concreción de la conexión eléctrica.

Para la zafra 2019/20 ya se ha culminado con la siembra de unas 900 hectáreas en los predios en que es segura la posibilidad de regar; un 90% de esa siembra estará bajo riego. A partir de noviembre se comienza con la siembras de soja que serán aproximadamente unas 2.500 hectáreas repartidas en los tres campos; de este total un 60% estaría bajo riego, pero podría ser una superficie mayor si se concreta la de la conexión eléctrica en uno de los campos. En los dos campos que hay áreas arrendadas para uso forestal, Montes del Plata ya comenzó a realizar los laboreos de suelo necesarios para la instalación de los rodales,

### **3. Información analizada**

La información analizada fue la siguiente:

- Informes del operador, el último al tercer trimestre de 2019.
- Estados Contables Intermedios del Fiduciario al 30/06/2019.
- Estados Contables intermedios del Fideicomiso al 30/06/2019.
- Balance del operador al 30/06/2019.

### II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

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

#### 1. Descripción general

**Denominación:** Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas

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

**Operador:** Bearing Agro S.A.

**Agente de Registro y Pago:** TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A.

**Entidad Representante:** Bolsa de Valores de Montevideo.

**Cotización bursátil:** Bolsa de Valores de Montevideo.

**Títulos emitidos:** Certificados de participación

**Activos del Fideicomiso:** Inmuebles rurales, infraestructura de riego, aparcería, entre otros.

**Fecha del llamado público a suscripción:** 9 de setiembre de 2016

**Moneda:** Dólares

**Importe de la Emisión:** USD 50.000.000 (en el tramo mayorista se colocaron USD 46.250.000 y en el tramo minorista USD 3.750.000)

**Plazo:** 15 años

**Distribuciones:** Bianuales, con vencimientos en el 15 de abril y el 15 de setiembre de cada año.

**Calificación de Riesgo:** BBB (uy)

## 4. Análisis jurídico

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

Concluye: *“...se cumplen las disposiciones legales y reglamentarias disciplinadas para el fideicomiso financiero, tanto en cuanto a su constitución formal y aspectos relacionados con la capacidad de los contrayentes. En cuanto al fondo, no apreciamos problemas estructurales que comprometan en forma insalvable el cumplimiento del pago puntual y total de los Certificados de Participación a ser emitidos.”*

## 5. Riesgos considerados

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

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

### III. LA ADMINISTRACIÓN

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

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

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

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

#### TMF Uruguay

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

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

Un resumen de los principales rubros del estado de situación y resultados intermedios al 30/6/19 y su comparativo con ejercicios anteriores se presenta en los cuadros siguientes.

**Cuadro 2: Estado de Situación (en miles de \$)**

Concepto	30/6/2019	31/12/2018	31/12/2017
<b>Activo</b>	<b>82.614</b>	<b>74.608</b>	<b>43.151</b>
Activo Corriente	7.065	4.257	1.752
Activo no Corriente	75.549	70.351	41.399
<b>Pasivo</b>	<b>66.814</b>	<b>61.016</b>	<b>33.069</b>
Pasivo Corriente	66.814	61.016	33.069
Pasivo no Corriente	-	-	-
<b>Patrimonio</b>	<b>15.800</b>	<b>13.592</b>	<b>10.082</b>
<b>Pasivo y Patrimonio</b>	<b>82.614</b>	<b>74.608</b>	<b>43.151</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>0,11</b>	<b>0,07</b>	<b>0,05</b>

Fuente: EE.CC TMF

**Cuadro 3: Estado de Resultados (en miles de \$)**

Concepto	30/6/2019	30/6/2018	31/12/2018
Comisiones ganadas	8.022	5.026	11.532
Costo Servicios Prestados	(1.178)	(542)	(1.687)
<b>Resultado Bruto</b>	<b>6.844</b>	<b>4.484</b>	<b>9.845</b>
Gastos Administración y Vtas.	(2.752)	(2.047)	(4.502)
<b>Resultado Operativo</b>	<b>4.092</b>	<b>2.437</b>	<b>5.343</b>
Resultado Financiero	(814)	(28)	(132)
IRAE	(1.069)	(341)	(1.701)
<b>Resultado del Periodo</b>	<b>2.208</b>	<b>2.068</b>	<b>3.510</b>

Fuente: EE.CC TMF

Como se desprende de los cuadros precedentes, la firma mantiene patrimonio positivo. Si bien no tiene un buen indicador de liquidez (aspecto que no es novedoso) se destaca que TMF forma parte de un grupo empresarial mucho más amplio y mantiene transacciones significativas con empresas de dicho grupo; por lo tanto los resultados que acá se exponen no son necesariamente indicativos de los resultados que hubiera obtenido de no ser así.

Al 30/6/19, TMF Uruguay AFISA administraba varios fideicomisos financieros que operan en diversas áreas y varios fideicomisos de administración y garantía. Su actividad en Uruguay es creciente lo que se refleja en la facturación.

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

## 2. Bearing Agro S.A.

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

y visitas realizadas oportunamente, tanto del Comité de Calificación como del técnico contratado a estos efectos.

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

Por otra parte, en 2018 CARE fue contratada para calificar una segunda operación totalmente análoga a ésta, incluyendo los mismos actores, pero de un monto previsto bastante mayor: hasta USD 150 millones. La oportunidad fue propicia para volver a evaluar el equipo de la sociedad lo que resultó satisfactorio. Dicho fideicomiso, ya se encuentra operativo sin que hasta ahora se adviertan dificultades.

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

En lo sustancial sigue incambiada la estructura administrativa y técnica de los Integrantes del equipo de Bearing Agro S.A por lo que, una vez más, nos remitimos a informes anteriores.

### **Situación económico financiera**

La firma cierra ejercicio el 30 de junio de cada año siguiendo la lógica de los ejercicios agropecuarios. El último que CARE tuvo a la vista fue una versión preliminar (antes del informe de auditoría) del ejercicio cerrado en junio de 2019. Del mismo se desprende que nada hace suponer que la firma presente dificultades que pongan en riesgo su rol en esta operación. Por el contrario todo indica que habrán cerrado un ejercicio muy positivo.

En conclusión, este Comité considera que Bearing Agro S.A. sigue estando en condiciones de realizar satisfactoriamente aquellas acciones que posibiliten el cumplimiento del plan de negocios del presente fideicomiso el que, por otra parte, se viene desarrollando de acuerdo a lo previsto.

### **El Fideicomiso**

El Fideicomiso se constituyó mediante contrato celebrado el 15/3/16; la suscripción de los certificados de participación (CP's) se realizó el 9/9/16 por un total de 50.000 CP's por un valor nominal de USD 1.000 cada uno lo que hace el total anunciado de USD 50 millones ya totalmente integrados.

De ese total, 46.250 CP's fueron adjudicados a beneficiarios institucionales mientras que los restantes 3.750 fueron adjudicados a Bearing Agro SA, ratificando así su compromiso con el proyecto.

El estado de situación y resultados intermedios según EE CC del fideicomiso al 30/6/19 se presenta en los cuadros siguientes

**Cuadro 4: Estado de Situación del Fideicomiso (miles u\$s)**

Rubros	30/6/2019	31/12/2018	31/12/2017
<b>Activo</b>	<b>54.414</b>	<b>53.087</b>	<b>49.999</b>
Activo Corriente	1.907	1.685	17.632
Activo no Corriente	52.507	51.402	32.367
<b>Pasivo</b>	<b>4.301</b>	<b>2.223</b>	<b>570</b>
Pasivo Corriente	2.686	1.525	570
Pasivo no Corriente	1.616	699	-
<b>Patrimonio</b>	<b>50.112</b>	<b>50.864</b>	<b>49.429</b>
<b>Pasivo y Patrimonio</b>	<b>54.414</b>	<b>53.087</b>	<b>49.999</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>0,71</b>	<b>1,10</b>	<b>30,93</b>

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Puede comprobarse que el patrimonio contable es consistente con el capital integrado siendo ligeramente mayor. Como se sabe, en el periodo informado no hay nueva tasación de los campos la que se hace una vez al año en ocasión del cierre del mes de diciembre. De acuerdo a la tasación efectuada en diciembre de 2018, el valor de la tierra, incluyendo sistemas de riego ya incorporados y obras en curso, al 30/6/19 asciende a casi USD 52 millones (5.918 hectáreas de tierra con mejora en infraestructura de riego).

La razón corriente cae por debajo de la unidad por lo que puede inferirse que el Fideicomiso puede tener alguna dificultad financiera. Al respecto cabe acotar que en el pasivo corriente figura USD 1 millón de un préstamo de corto plazo que el Fideicomiso contrajo con Bearing Agro SA el 1/4/19 hasta el 31/12/19. El mismo fue por USD 1.170.000 de los cuales se han desembolsado a la fecha USD 1 millón (este crédito no genera intereses siempre que se cancele en tiempo y forma).

**Cuadro 5: Estado de Resultados del Fideicomiso (miles u\$s)**

Rubros	30/6/2019	30/6/2018	31/12/2018
Ingresos operativos	458	357	629
Gastos de Administración	(190)	(200)	(582)
<b>Resultado Operativo</b>	<b>268</b>	<b>158</b>	<b>47</b>
Resultado Financiero	(94)	(1)	(5)
<b>Resultado antes IRAE</b>	<b>174</b>	<b>157</b>	<b>41</b>
IRAE	(388)	(580)	(756)
<b>Resultado del período</b>	<b>(214)</b>	<b>(423)</b>	<b>(714)</b>
Revaluación de tierra	-	-	2.150
<b>Resultado integral</b>	<b>(214)</b>	<b>(423)</b>	<b>1.436</b>

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Los resultados parciales a junio de 2019 son negativos, explicado totalmente por el IRAE. Cabe recordar que en los resultados intermedios no se considera la eventual ganancia que supone una nueva revaluación de la tierra. Cabe acotar asimismo que a la fecha de cierre figuraba en inventario, 2.906 toneladas de soja que se vendieron en el segundo semestre de 2019 (se incluye en el Activo Corriente del Cuadro 3).

Dadas las características del plan de negocios y en la etapa en que se encuentra, se considera razonable este resultado. En efecto, se recuerda que el modo previsto de explotación es el de aparcería lo que significa que el Fideicomiso cobra un porcentaje de la explotación para lo cual deben transcurrir los tiempos biológicos inherentes a la misma.

#### 4. Riesgos considerados:

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

**Riesgo administración**, considerando la idoneidad para cumplir con la función de TMF Uruguay AFISA y Bearing Agro S.A. En virtud de todos los análisis practicados incluso in situ por el propio comité; teniendo presente asimismo su reputación en el medio en el que actúa; considerando su experiencia previa; considerando de modo especial su compromiso con el proyecto y que a la fecha ha cumplido con la fase inicial de adquisición de tierras; teniendo presente el seguimiento que hará el Fiduciario de aspectos centrales para su desempeño así como el Comité de Vigilancia con amplias atribuciones; se considera que el riesgo de incumplimiento de la administradora con las responsabilidades del proyecto está muy bien delimitado. *Riesgo casi nulo.*

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

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

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

El objeto principal del “Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas” es obtener rentabilidad para los inversores a través de la valorización de los campos adquiridos, así como de los ingresos logrados bajo la modalidad de aparcería en una explotación agropecuaria lograda mayormente bajo riego. El Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas es constituido con el objeto de adquirir inmuebles rurales en las zonas de mejores tierras de la República Oriental del Uruguay, con aptitud agrícola, en los cuales se incorpora valor a través de la instalación en los mismos de sistemas de riego, con cargo al patrimonio fiduciario. En efecto, las inversiones en riego determinan un aumento en la producción y con ello producen un incremento en el valor de la hectárea.

Las proyecciones económicas del prospecto, se presentaron por un período igual a la duración del fideicomiso, o sea 15 años, sin considerar la posibilidad de variación de los tres años previstos. El modelo de negocios original suponía la adquisición 6.790 hectáreas rurales, las cuales representarían un área agrícola de 4.414 hectáreas y un área bajo sistemas de riego de 3.000 hectáreas. Finalmente se adquirieron 5.918 hectáreas con un potencial de riego de unas 2.700 hectáreas. El ajuste a la baja que se verificó en la superficie final ameritó un ajuste en el modelo financiero en oportunidad de la actualización realizada en abril de 2018.

Los supuestos utilizados en las proyecciones en el Prospecto, en su mayoría fueron compartidos por CARE:

- Razonable monto asignado a la inversión inicial.
- Estimación completa de gastos.
- El punto clave, es la estimación del incremento real en el valor de los campos (5,5% anual), parece razonable ocurra, en especial a largo plazo, es decir más allá de desviaciones inter anuales, y teniendo presente además la evolución esperada de la inflación americana y teniendo presente el valor agregado por la infraestructura de riego.
- Los precios y los rendimientos esperados a juicio de CARE resultan razonables.
- Se supuso que el valor residual de los equipos de riego en el flujo de fondos del proyecto en el período de proyección es nulo, liquidándose los activos netos del Fideicomiso en el año 15.
- El crecimiento esperado en el precio de los commodities de un 5% nominal.

A juicio de CARE este porcentaje de incremento en los precios de los productos agrícolas y que por lo tanto determina la evolución del ingreso por arrendamientos, es relativamente más alto que el esperado por las diversas fuentes consultadas<sup>4</sup>. Esto se hizo notar en ocasión de la calificación original y en la actualidad parece confirmarse, ya que los principales analistas

<sup>4</sup> FAO-OCDE, USDA y Banco Mundial, Ver Capítulo V.

internacionales coinciden en que la recuperación de los precios en el mediano plazo apenas si alcanzarán a compensar la inflación norteamericana (entre 0,7 y 1,8%). No obstante el modelo financiero no considera incrementos en los rendimientos, lo que seguramente debería ocurrir y de esta forma el incremento de los ingresos por los contratos de aparcería del fideicomiso podrían llegar a verse incrementados, tal vez en un guarismo cercano al 3-4%. Por otro lado cabe destacar que no habrá vacancia en cuanto la explotación de los campos (al menos en el área agrícola) ya que el contrato de aparcería cubre la totalidad del período y hasta la extinción del Fideicomiso.

Por otra parte, se propuso un supuesto distinto en cuanto a la puesta en marcha del proyecto. El emisor supuso un 100% del área incorporada con riego a la producción desde el primer año, pero el propio calendario de integración, más allá de las eventuales dificultades prácticas, hizo difícil que el primer año se dispusiera del total de los campos y la infraestructura en condiciones<sup>5</sup>. Por tal motivo se supuso que toda la agricultura del primer año se realiza en condiciones de secano, lo que implica asumir rendimientos sensiblemente menores, en especial para el caso del maíz. Ello implica una reducción estimada del 20% en los ingresos por aparcería para el fideicomiso en el primer año. Por tanto se incorporó al análisis esta segunda simulación.

El prospecto suponía un precio de compra promedio de 6.000 dólares la hectárea, pero en la realidad el precio se ubicó en el entorno de los 6.500 dólares la hectárea. Por este motivo CARE realizó una nueva proyección financiera y calculó una nueva TIR con los valores reales de compra de la tierra y ajustando a las hectáreas finalmente compradas, manteniendo el resto de los supuestos incambiables, los cuales siguen pareciendo razonables.

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

El Proyecto planteado en el prospecto presentaba una TIR del 8,3%; al corregir los precios de compra de la tierra y por lo tanto tener una superficie menor la nueva TIR calculada por CARE fue de 7,3%. El ajuste no es de gran magnitud, debido a que buena parte de la rentabilidad se explica por el aumento del precio de la tierra, y no tanto por la superficie explotada. Si bien se compró más caro, al no modificarse la tasa de crecimiento, la TIR no se vería mayormente afectada.

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

Cabe subrayar que en el prospecto se ha fundamentado no solo la valoración esperada de la tierra, sino el plus que significa el agregarle una infraestructura de riego, apelando a fuentes internacionales. El proyecto en cuestión implica un agregado de valor a la tierra en base a la implementación de los sistemas de riego, que el estructurador estimó en 30% del precio del recurso. No existen prácticamente antecedentes estadísticos nacionales sobre el incremento que en el precio de la tierra tiene ese tipo de inversión, pero sí existen en Estados Unidos, donde el USDA<sup>6</sup> reporta diferencias de precios de

<sup>5</sup> Como ya fuera expuesto, en el primer campo adquirido se pudo regar en la zafra 2018/19, mientras que en el resto de los campos se regará recién en 2019/20.

<sup>6</sup> Land Values 2019 Summary, Agosto de 2019, USDA

la tierra regada y no regada. Para el caso concreto del Corn Belt, que podría ser un simil de nuestra zona núcleo, las diferencia entre una tierra regada respecto de una sin riego es de un 38% en términos promedio para los últimos 6 años.

**Cuadro 6. Precio de la tierra regada y no regada en el Corn Belt de EEUU (dólares/ha)**

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Regada	11.737	12.676	12.602	13.096	12.898	12.898
No regada	9.217	9.143	9.044	9.143	9.143	9.143
Variación en porcentaje	27%	39%	39%	43%	41%	41%

Fuente: elaborado en base a datos de USDA (Missouri)

Se entiende que se ha utilizado un criterio razonable al definir el guarismo de 5,5% de incremento anual de valor, lo que fortalece todo el análisis. Como se verá en el capítulo V en períodos de 15 años en promedio el valor de la tierra se ha apreciado en un 8,1% anual, pero hubo períodos en que ese guarismo fue menor. Cabe recordar que la liquidación final del activo tierra puede diferirse hasta tres años, de modo de mitigar una baja coyuntural de precios en el año 15.

Del mismo modo las hipótesis de ingresos por aparcería consideran básicamente movimientos de precios, no considerando movimientos en la productividad para dar más consistencia a las proyecciones, lo que resulta de extrema cautela, dado que cabe esperar aumentos de productividad por ha en volumen físico.

## 2.1 Replanteo del Flujo de Fondos

En el flujo de fondos presentado en el modelo de negocios, los supuestos fundamentales para la obtención de la TIR son en parte compartidos (evolución del precio de la tierra, rendimientos, etc.). No obstante lo anterior, los precios agrícolas, cuya evolución registra algunas diferencias entre especialistas, presentan a juicio de CARE, algunos motivos de replanteo que justifican realizar otros cálculos. En base a ello y tomando los fundamentos de la Sección V del presente informe, CARE recalculó el Flujo de Fondos suponiendo trayectorias de precios menores a los proyectados en el modelo de negocios. Las trayectorias de precios se basaron en las proyecciones del USDA, de FAO-OCDE y del Banco Mundial<sup>7</sup>. Se consideró un 2,5% de aumento para los ingresos por los contratos de aparcería, porcentaje que considera un leve aumento en los precios nominales pero también un aumento en la productividad esperada.

Asimismo, a los efectos de estresar aún más el flujo financiero se supuso que el aumento del precio de la tierra fuera de un 3,5% anual, o sea un poco menos de la mitad del comportamiento histórico para las tierras sin riego y para períodos de 15 años. Un escenario poco probable ya que no tendría en consideración la incorporación del riego.

El nuevo escenario calculado por CARE en base a los nuevos supuestos de precios de los productos agrícolas y ajustado el incremento en los precios de la tierra disminuye la TIR a 5,3%. El efecto de la baja en las proyecciones de precios agrícolas y valores de la tierra, determina una reducción significativa en la rentabilidad esperada, aunque se mantiene aún en valores razonables. Esta reducción se explica en mayor medida por la reducción en las

<sup>7</sup> Perspectivas Agrícolas FAO-OCDE 2019-2028 (abril 2019), USDA Agricultural Projections to 2028 (march 2019) y Banco Mundial-Commodity Markets Outlook (abril 2019) y World Bank Commodity Prices (agosto 2019).

estimaciones esperadas en los incrementos de los precios de la tierra, ya que si solamente se afectan los precios de los productos agrícolas la TIR apenas se reduciría a 6,7%.

El efecto de la baja en las proyecciones de precios y rendimiento es reducido en términos de TIR. Esto se debe a que el principal determinante del retorno de la inversión está asociado a la apreciación de la tierra y en menor medida a los ingresos por aparcería.

## 2.2 Análisis de riesgo, escenario volátil.

Con el objetivo de sensibilizar la TIR del Proyecto, en la calificación original se realizó un análisis de sensibilidad apoyado en el método de simulación Monte Carlo. Éste consistió en asignar distribuciones de frecuencia a algunas variables exógenas del modelo, de forma de generar aleatoriedad al análisis; se definieron como variables claves del proyecto a los precios de venta de los granos así como el precio de la venta de la tierra (ver calificación original en [www.care.com.uy](http://www.care.com.uy))

De este análisis se concluyó que el 90% de los casos la TIR se encontraría entre 4,9% y 10,1%. También se concluye que la tasa de apreciación de la tierra es la más relevante y la que le agrega mayor variabilidad a la TIR del proyecto.

Estas sensibilizaciones mostraron que el modelo de negocios propuesto en el prospecto de emisión sortea diferentes escenarios adversos.

## 2.3 Nueva estimación del Costo de Oportunidad del Capital

Con el objetivo de testear algunos cambios en las tasas de interés internacionales y en el riesgo país ocurridos en el último año, CARE actualizó en esta oportunidad el análisis del costo de oportunidad del capital para descontar los flujos de fondos. Para ello se calculó el costo promedio ponderado del capital (WACC <sup>8</sup>) 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 Damodaran<sup>9</sup> 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(ri): Tasa de retorno esperada del capital

$\beta_{im}$ : Riesgo sistemático propio respecto del riesgo de mercado<sup>10</sup>

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

<sup>8</sup>. Weighted Average Cost of Capital

<sup>9</sup>. A. Damodaran, "Estimating Equity Risk Premiums" Stern School of Business.

<sup>10</sup>. Se consideraron los betas promedio de empresas de producción primaria de bienes agrícolas en mercados emergentes según A. Damodaram. El parámetro "beta unlevered" de Damodaram, para enero de 2019 se ubica en 0,48%.

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 2,43%, y actualmente se encuentra por debajo de 2% (1,75% a octubre 2019).

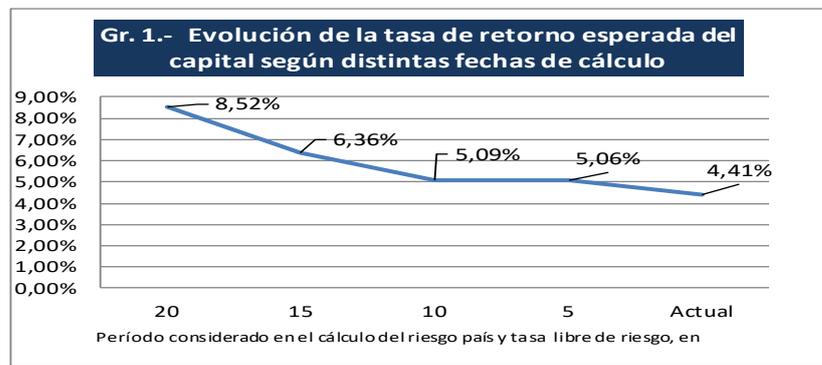
Luego del repunte de la tasa de interés de estos bonos a partir de julio de 2016 y hasta noviembre de 2018, como consecuencia del aumento de la tasa de interés de la FED, el rendimiento comienza a caer y todo parece indicar que continuaría con esa tendencia, ya que la Reserva Federal seguiría recortando las tasas.

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.

Por estos motivos, a los efectos de calcular estos indicadores se tuvieron en cuenta en primer lugar los niveles de riesgo actuales, que son aquellos sobre los cuales los inversores deben tomar las decisiones. En este sentido, para el caso del rendimiento de los bonos americanos se consideró 2,03% y para el riesgo país (índice UBI), se consideraron 161 puntos básicos. Ambos valores son particularmente bajos en relación con los históricos, aunque no son los más bajos de la serie.

Aplicando estos valores se llega a una tasa de retorno esperada para el capital propio del 4,41%. Este valor es inferior a la TIR esperada del inversor para la última estimación previo a su sensibilización (7,3%) y también menor a la estimada para escenarios desfavorables, lo que nos indicaría que la tasa prevista es superior a la teórica. Si bien estas comparaciones coyunturales no pueden tomarse en sentido estricto, constituyen una referencia que – entre otras- ayuda a conformar un juicio acerca de la inversión.

El costo de oportunidad del capital propio con los parámetros actuales es bajo si se compara con el pasado, esto es consecuencia de la caída en los retornos de los bonos del tesoro de EEUU (tasa libre de riesgo). En la siguiente gráfica se comparan los niveles actuales con los que cabía esperar con los valores promedio de los últimos 20, 15, 10 o 5 años.



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.

### 3.- Tasación de la Tierra

La última tasación disponible para los campos del fideicomiso es a diciembre de 2018, mostrando aumentos respecto del precio de compra. El primer campo adquirido al cual ya se le han realizado y culminado la totalidad de las inversiones previstas (riego, caminos, energía, alambrados perimetrales, etc.), presentó un incremento del 43%, mientras que en el segundo campo -al cual le faltan terminar algunas inversiones- el incremento de precios fue del 7%. Estos aumentos de valor, contrastan con lo que viene ocurriendo en el resto de los inmuebles rurales del país (ver Sección V), pero tiene su explicación en las importantes inversiones que se han venido realizando en los predios.

Cuadro 7. Tasación de los campos			
Establecimiento	Superficie	Precio de compra USD/ha	Precio tasación al 31/12/18
Las Acacias	1.734	6.500	9.300
Santa Elena	2.784	6.500	7.000
Selva Negra (tasación 2017)	1.400	6.500	s/d
Total	5.918		

Fuente: CARE en base a informes de Tasaciones

#### 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 asumidos, se considera que existe *un riesgo medio bajo 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 casi nulo.*

## V. EL ENTORNO

El análisis de entorno refiere a la evaluación de factores futuros que pueden afectar la generación de los flujos propuestos, pero que derivan de circunstancias ajenas a la empresa y refieren al marco general. Tienen que ver con la evolución esperada de los mercados interno o internacional de insumos, productos, 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.

### 5.1 Riesgo Económico y de Mercado

Cabe destacar que los aspectos favorables sobre el negocio agrícola que fueron argumentados en profundidad en el prospecto de emisión y en la calificación original, siguen siendo válidos en términos generales. 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 tanto de la tierra como de los productos agropecuarios en el corto plazo, tales como:

- La desaceleración del dinamismo de la economía mundial como resultado de la prolongada incertidumbre en torno a las políticas, debido a que persisten las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China.
- Se proyecta una desaceleración del crecimiento de las economías avanzadas en la medida que se disipen los efectos del estímulo fiscal en Estados Unidos y a medida que el flojo aumento de la productividad y el envejecimiento de la población desmejoren las perspectivas a largo plazo para las economías avanzadas.
- Las economías de los mercados emergentes que fueron el sostén de la década pasada, mediante el sostenido aumento de la demanda derivada del crecimiento económico, muestran un enlentecimiento en esa dinámica determinando una reducción de la tasa de crecimiento de la demanda por materias primas y alimentos.

- Este enlentecimiento en el crecimiento mundial ha determinado que la demanda por alimentos creciera por debajo del incremento de la oferta y por lo tanto se comenzaron a generar excedentes y en consecuencia precios más deprimidos para las materias primas.

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

### 5.2 Sobre el precio de los productos agrícolas

La trayectoria esperada de los precios de los productos agrícolas afecta el resultado de la inversión, aunque en mucho menor proporción que los precios de la tierra. Los aspectos vinculados a la volatilidad y riesgo productivo están debidamente mitigados, sin embargo, la trayectoria de mediano y largo plazo de los precios afecta aproximadamente el 25% de los retornos de la inversión.

Los precios agrícolas mostraron un fuerte aumento en sus valores a partir de 2005 para alcanzar sus máximos valores entre 2007-2009. La producción respondió rápidamente a los estímulos del mercado alcanzando en el año 2017 los mayores niveles para prácticamente todos los cereales, carnes y lácteos. Al mismo tiempo el crecimiento de la demanda comenzó a debilitarse.

Entre las causas que impulsaron la demanda durante la pasada década se destaca: (a) el sostenido crecimiento de la demanda y el comercio de granos a nivel mundial explicado en gran medida por el aumento de los ingresos per cápita de China, (b) una mayor apertura y desregulación de los mercados globales (c) el desarrollo y la promoción de los biocombustibles que al masificarse, vincularon la trayectoria de precios de los mercados de alimentos también con los mercados de los bienes energéticos y (d) el debilitamiento del dólar que generó aumentos en los precios nominales de las commodities.

Como se verá, las principales causas que impulsaron los precios al alza en el pasado no se mantienen y el panorama es bastante diferente. CARE consultó diversas fuentes de información y todas coinciden con lo que a continuación de describe<sup>11</sup>.

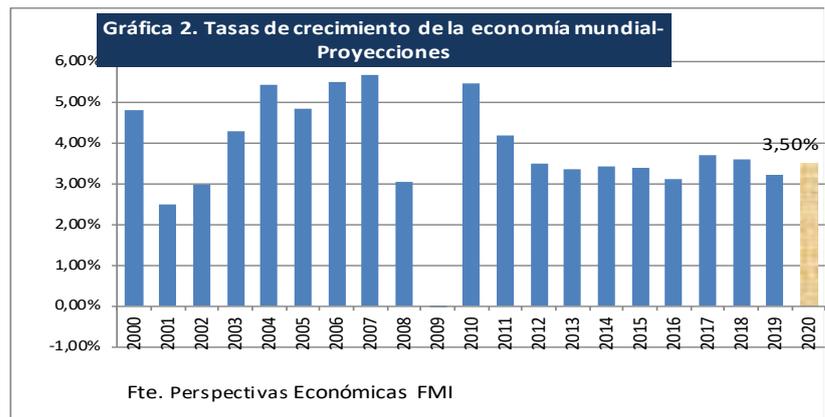
En el mediano plazo, el crecimiento en la demanda general de cereales será más moderado que la década anterior como resultado de la desaceleración de la demanda de China y es probable también que un aumento en el uso industrial de los cereales, especialmente el del almidón y los biocombustibles, sea más modesto. Por el lado de los alimentos, el consumo per cápita de la mayoría de los cereales ya ha alcanzado niveles de saturación en buena parte del mundo, sin embargo la demanda igualmente crecerá levemente, impulsada por el rápido crecimiento de la población en África y Asia, donde los alimentos básicos de cereales siguen siendo los principales componentes de la dieta.

Por su parte, la demanda de harinas proteicas se ha reducido debido a la imposición de aranceles adicionales por parte de China a las exportaciones de soja de EE.UU., y las medidas posteriores para reducir la proporción de harinas proteicas en las raciones de alimentos. La peste porcina africana afectó fuertemente al sector ganadero de China, frenando la demanda de alimentos, y generando efectos adicionales que contribuyeron a deprimir los precios de la soja.

<sup>11</sup>. Perspectivas Agrícolas FAO-OCDE 2019-2028 (abril 2019), USDA Agricultural Projections to 2028 (march 2019) y Banco Mundial-Commodity Markets Outlook (abril 2019) y World Bank Commodity Prices (agosto 2019).

Al no estar presente aquel fuerte crecimiento de la demanda se dieron varios años en que el crecimiento de la producción superó al consumo, lo que resultó en grandes existencias, y en consecuencia los precios internacionales bajaron. Para el mediano plazo, se proyecta que el crecimiento esperado de la producción sea superior al aumento de la demanda y en tanto cabe esperar que los precios caerán en términos reales, aunque en dólares nominales crecerán levemente (por debajo de la inflación del dólar).

Las previsiones del Fondo Monetario Internacional (FMI) para el comportamiento de la economía mundial para los próximos años son de un crecimiento moderado.



El Informe sobre las perspectivas de la economía mundial del FMI de julio de 2019, confirma que el crecimiento mundial sigue siendo moderado. Desde su anterior informe de abril, Estados Unidos incrementó aún más los aranceles sobre ciertas importaciones chinas y China respondió elevando los aranceles de un subconjunto de importaciones de Estados Unidos. Las cadenas mundiales de suministro de tecnología se vieron amenazadas por la posibilidad de que Estados Unidos imponga sanciones, no se ha disipado la incertidumbre relacionada con el BREXIT y las crecientes tensiones geopolíticas han alterado los precios de la energía.

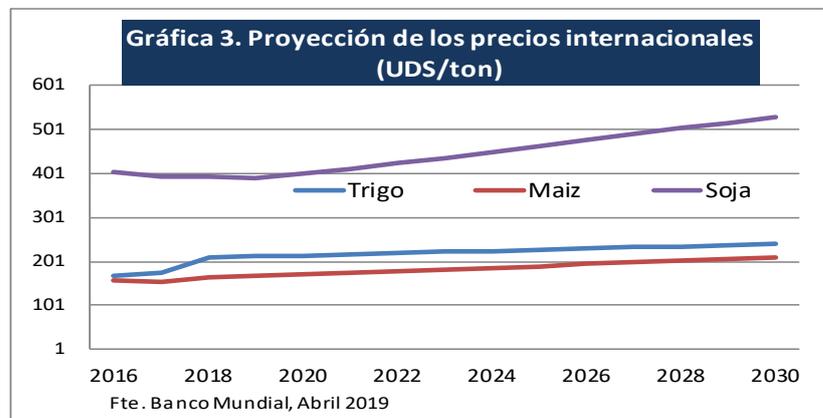
En este contexto, se pronostica un crecimiento de 3,2% para 2019, con un repunte a 3,5% en 2020 (0,1 puntos porcentuales menos que lo proyectado para ambos años en el informe de abril). Los datos sobre el PIB en lo que va del año, sumados a una moderación general de la inflación, apuntan a una actividad mundial más débil de lo previsto. La inversión y la demanda de bienes de consumo duraderos han sido moderadas en las economías avanzadas y de mercados emergentes, dado que las empresas y los hogares continúan postergando el gasto a largo plazo. El repunte del crecimiento proyectado para 2020 es precario, y supone la estabilización de las economías de mercados emergentes y en desarrollo que están atravesando tensiones y avances hacia la resolución de las diferencias en torno a políticas comerciales.

<sup>12</sup>. Idem 6.

Las perspectivas del Banco Mundial, OCDE - FAO y el USDA<sup>12</sup> coinciden en describir un panorama de recuperación muy bajo de los precios de productos agropecuarios durante la próxima década, pero también coinciden en que ese incremento no compensará seguramente la depreciación del dólar y en consecuencia caerán en términos reales.

La última publicación anual de FAO-OCDE Agricultural Outlook 2019-2028, dice que “La fortaleza de la oferta prolongada durante varios años impulsó la reducción de los precios internacionales de la mayoría de los productos básicos agrícolas, aunque los precios de los cereales, la carne de vacuno y la carne de ovino muestran una recuperación a corto plazo. Las proyecciones indican que, durante la próxima década, los precios reales de casi todos los productos básicos cubiertos en las Perspectivas se mantendrán en los niveles actuales o por debajo de ellos, dado que las mejoras en materia de productividad aún superan el crecimiento de la demanda”. Se refiere a que no habría repunte en términos reales, ya que el mismo documento plantea que si habrá pequeños incrementos en los precios nominales (entre 0,5 y 0,6% anual para trigo y maíz y del 1,1% anual para la soja).

Por su parte, el Banco Mundial actualiza periódicamente su proyección de precios de las commodities. La última actualización es de abril de 2019, muestra cómo los precios de todos los rubros se espera tengan un leve crecimiento en dólares corrientes hasta 2030, aunque a tasas bajas.



El USDA también espera incrementos en los precios nominales, pero menores a la inflación esperada. Los tres organismos proyectan aumentos de precio positivos en dólares corrientes pero en prácticamente todos los casos los valores caerían en valores reales.

**Cuadro 8. Tasa de evolución de los precios proyectadas para la década**

Cultivo	FAO-OCDE	Banco Mundial	USDA
Maíz	0,5%	2,1%	0,6%
Soja	1,1%	2,5%	0,9%
Trigo	0,6%	1,1%	1,1%

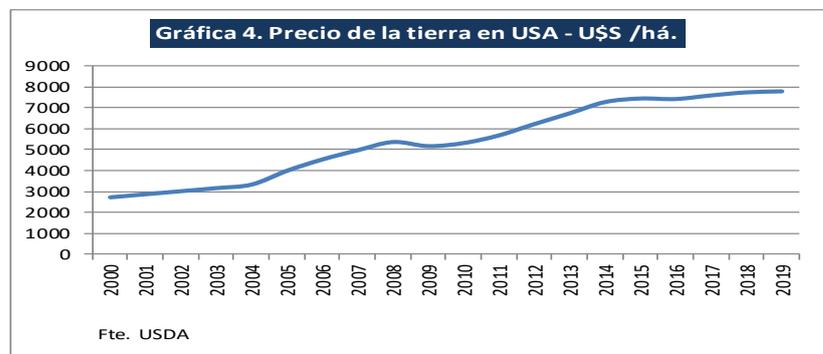
Fuente: CARE en base a BM, USDA y OECD-FAO

### 5.3 El precio de la tierra

El precio de la tierra, ha visto modificada su evolución de fuerte apreciación en dólares, con una caída a partir de 2015, y una insinuada estabilidad en los últimos años con las variaciones propias de un escaso número de operaciones; según reporta la Dirección de Estadísticas Agropecuarias del MGAP para el promedio de las operaciones en todo el país.

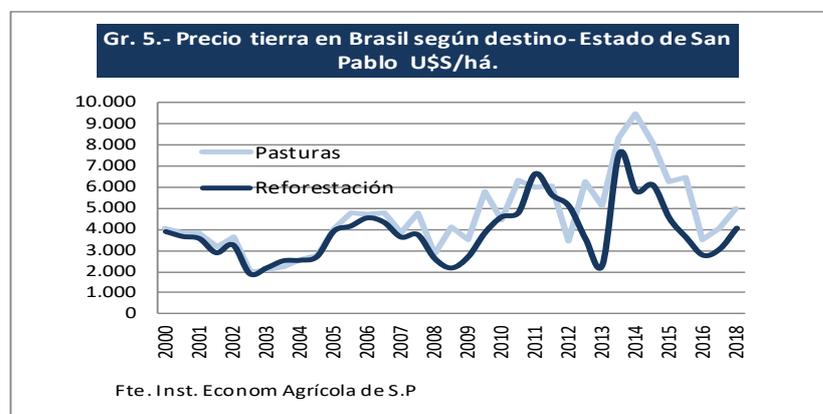
Las perspectivas de demanda internacional por tierra son alentadoras y ubican los precios en niveles crecientes para el corto y mediano plazo, pero a tasas más moderadas que en el pasado. En este caso se actualiza el comportamiento de los precios en diferentes países considerados de importancia.

En lo que respecta, en particular al precio de la tierra en Estados Unidos, en lo que va del siglo XXI se observa una continua fase ascendente, con alguna excepción (2009 y 2015) en donde se verificaron mínimas reducciones, pero que no modifican la tendencia. El precio en Estados Unidos cayó únicamente en los primeros años de la década del ochenta ante el cambio de la política monetaria denominado "Plan Volcker" y en menor medida, después de la crisis financiera de Lehman Brothers, y en forma muy moderada. Cualquiera de los dos shocks negativos en el nivel de precios, fueron revertidos en pocos años. En 2018, los precios de la tierra (promedio) aumentaron un 2% y para 2019 el USDA reporta un aumento de un 0,6% en términos nominales.



El USDA, reporta también el comportamiento de los precios de las tierras irrigadas y sin riego. Para el caso concreto de las tierras del "Corn Belt", en USDA en su reporte de Agosto de 2019, muestra que los precios de las tierras irrigadas se ubican en el entorno de un 40% por encima de las no irrigadas. En zonas más secas, como por ejemplo en California, las tierras irrigadas valen un 180% más que las que no lo tienen (ver cuadro).

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, parecerían comenzar a revertirse en 2017 y se confirma en 2018.



En Argentina, el precio de la tierra agrícola (de muy buena calidad), aumentó desde 1956 (USD 557 la ha.) a enero de 2008 (USD10.000 la ha.) a un ritmo promedio de 3,5 % acumulativo anual en términos reales, o sea descontando la inflación del dólar. Dicho crecimiento continuó hasta fines del 2011 (con una breve interrupción principalmente ocasionada por la crisis financiera de los años 2008/09). A partir del 2011 y debido a factores ajenos al campo y relacionados con la economía del país: la restricción a la compra-venta y/o giro de divisas extranjeras (“cepo cambiario”), el aumento del costo medido en dólares, la baja en el precio de los “commodities” y el aumento de la presión impositiva determinaron el comienzo de un período de leve reducción de los precios de la tierra. A estas medidas hay que sumarle la sanción de la Ley 26.737 “Régimen de Protección al Dominio Nacional sobre la Propiedad, Posesión o Tenencia de las Tierras Rurales” (“Ley de tierras”), que también generó efectos negativos sobre los precios.

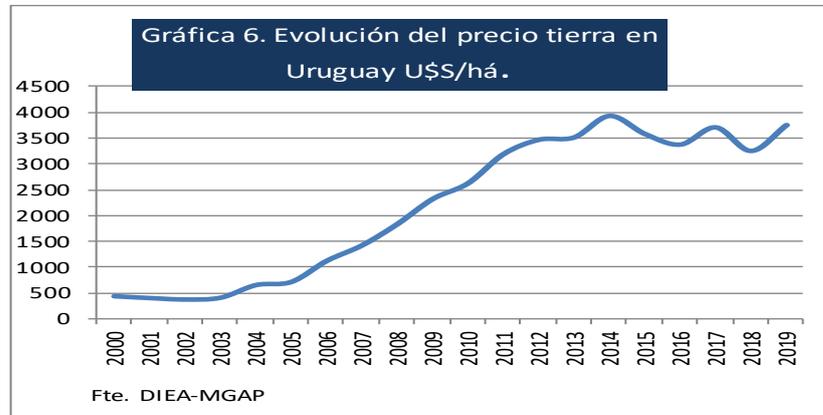
El cambio de gobierno nacional en 2016 generó expectativas para el comienzo de una recuperación en los valores, lo que finalmente no ocurrió, ya que la coyuntura económica no acompañó la recuperación del sector. La inflación, la devaluación del peso y la alta presión impositiva que aún soportan los productores agropecuarios en Argentina, generan no sólo una rentabilidad escasa, sino también un complejo escenario para generar nuevos negocios.

En los años en los que hubo gran demanda de campos y altos precios de la soja (2011-2014), los valores en la zona núcleo se ubicaban entre US\$18.000 y US\$22.000/Ha mientras que en 2019 esos mismos campos se ubican entre US\$12.000 y US\$15.000/Ha. Según operadores del mercado inmobiliario rural argentino, los niveles de precio llegaron a un piso en el año 2017 y a partir de allí habían comenzado una lenta recuperación. La incertidumbre política derivada del resultado de las elecciones Argentinas genera dificultades adicionales para prever lo que pueda ocurrir en el mediano plazo con los valores de los campos en ese país

En el caso de Uruguay, la información reportada por DIEA-MGAP para el promedio de las transacciones de tierras da cuenta de una muy fuerte valorización a partir de 2004 y hasta el 2014 cuando se verifica el valor máximo. A partir de 2015 comienza un cierto ajuste a la baja pero con un comportamiento un tanto errático, consecuencia seguramente de un bajo número de transacciones en donde la calidad y la localización de los campos comercializados tienen una gran influencia en los valores medios. Fue así que en 2017 DIEA reportó un aumento de un 10% en el valor de la tierra, luego en 2018 la misma oficina da cuenta de una reducción de un 12%, y luego para el primer semestre de 2019 el precio promedio de la hectárea media del país estaría mostrando una recuperación de un 15%.

En la serie “Precio de la Tierra” Compraventas Primer Semestre de 2019, publicado en octubre de 2019 por DIEA, se expresa que *“Analizando las transacciones de más de 1.000 hectáreas por su destino, la distribución de rubros respondería un 12% al forestal, 17% ganadero, 25% agrícola y 46% agrícola-ganadero de muy buen potencial productivo. El aumento en la comercialización de campos con aptitud agrícola total o parcial explicaría en parte el aumento del precio promedio, acompañado por la venta de una superficie significativa destinada a la producción de citrus”*.

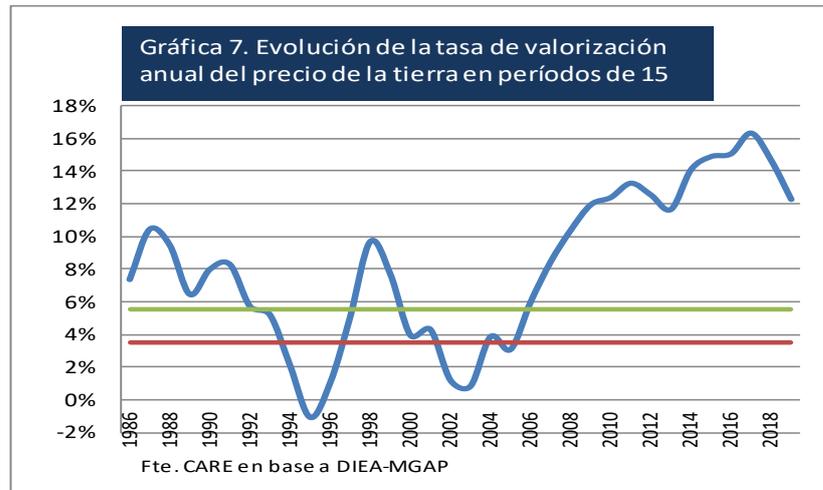
El escaso número de transacciones verificado en estos últimos años genera algunas dudas en cuanto a los valores obtenidos, lo que deberá ser corroborado en los siguientes años.



La valorización del precio de la tierra es un componente muy importante de ingreso final del fideicomiso (75%) por lo que lo que finalmente ocurra con su comportamiento tendrá una contribución sustancial con el retorno final de la inversión. El modelo financiero supuso una valorización acumulativa anual de un 5,5% (en dólares corrientes) durante 15 años, por lo que resulta importante conocer que ha sucedido en el pasado como forma de tener una cierta aproximación con lo que pueda ocurrir en el futuro.

Para ello CARE analizó con la información de los precios de la tierra (en dólares corrientes) de una serie de 49 años (1970 a 2019) la variación anual en períodos de 15, en donde se observa lo siguiente:

- En promedio, la evolución anual del precio de la tierra en períodos móviles de 15 años fue de 8,1%.
- No obstante en la serie aparecen 5 años en donde el aumento acumulativo anual en periodos de 15 años es menor al 3,5%, valor sobre el que CARE recalculó la TIR. La última vez que esto ocurrió fue en el año 2005 para campos que habían sido comprados en el año 1990. Es importante destacar, que el Contrato de Fideicomiso considera la posibilidad de extender el plazo por hasta tres años más, pudiéndose evitar de esta forma que se deba vender en una coyuntura desfavorabl



#### 5.4 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.

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

## VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

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

En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos y cuantitativos - tanto los presentados por el estructurador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité de calificación de CARE entiende que los títulos recogen la calificación BBB (uy)<sup>13</sup> de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrian Tambler

<sup>13</sup>. BBB (uy). Se trata de instrumentos que presentan un riesgo medio bajo para la inversión, ya que evidencian un desempeño aceptable y suficiente capacidad de pago en los términos pactados. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, y las características del entorno, dan en conjunto moderada satisfacción a los análisis practicados, sin perjuicio de alguna debilidad en cualquiera de las cuatro áreas de riesgo. Podría incrementarse el riesgo del instrumento ante eventuales cambios previsibles en los activos o sus flujos, en los sectores económicos involucrados, o en la economía en su conjunto. La probabilidad de cambios desfavorables previsibles en el entorno es de baja a media baja, y compatible con la capacidad de la administradora de manejarlos aunque incrementando el riesgo algo más que en las categorías anteriores. **Grado de Inversión mínimo.**