

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

*Montevideo, abril de 2017*

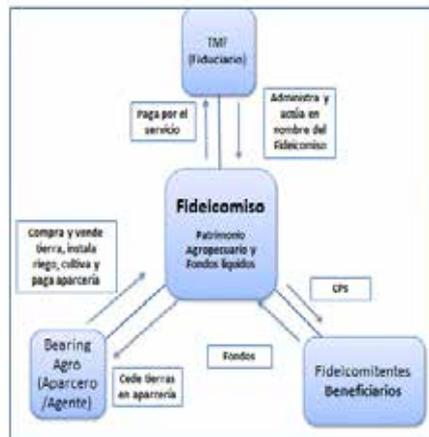
---

4	RESUMEN GENERAL
6	I INTRODUCCIÓN
9	II EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACION
11	III LA ADMINISTRACION
17	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS
26	V EL ENTORNO
33	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

---

## Actualización de Calificación Oferta Pública 6-4-2017

<b>Denominación:</b>	Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas
<b>Fiduciario:</b>	TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A.
<b>Fideicomitente/Agente/Aparcero:</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 a emitidos:</b>	Certificados de participación
<b>Moneda:</b>	Dólares americanos
<b>Importe de la emisión:</b>	U\$S 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>Estructura:</b>	Bragard & Durán (asesor legal) y Auren (Asesor Fiscal)
<b>Calificación de Riesgo:</b>	BBB (uy)
<b>Manual:</b>	Manual de Calificación de Finanzas estructuradas administradas por terceros.



## Resumen General

CARE ha actualizado la calificación los certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas con 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.
- De modo especial se ha evaluado la capacidad de gestión del agente/ aparcerero del proyecto, Bearing Agro que resulta crucial para el mismo. Esta evaluación pondera de modo significativo en la calificación realizada. La empresa demuestra capacidad de llevar adelante el proyecto, posee una sólida reputación en este sentido, con clientes de primera línea.
- 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. Las sensibilizaciones practicadas oportunamente por CARE permitieron concluir que la TIR se encuentra entre 4,9% y 10,1%, con una probabilidad del 90%. Por otra parte, y a la luz de los cambios en el panorama financiero internacional, se recalculó la Tasa de retorno esperada del capital del WACC (Weighted Average Cost of Capital)
- 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 y la implementación de la infraestructura de riego establecidos en el plan de negocios (que propone comprar tierras con un 70% de aptitud agrícola, y 70% de ésta potencialmente regable). Asimismo se determinan porcentajes mínimos de desempeño que contribuirán a establecer el juicio futuro de la calificadora (capítulo 7.2 del contrato del Fideicomiso) <sup>1</sup>.
- En el último período se ha concretado la adquisición del primer campo, en el departamento de Soriano, de 1.732 has, con 913 has agrícolas (53%) 142 has de rotación agrícola ganadera, y 669 ganaderas; regables serían 819.
- Destaca la alineación de incentivos entre el fideicomiso y el agente/ aparcerero ya que este último adquirió certificados de participación de 8.2% del monto de emisión de la oferta pública con un máximo de 3,75 millones de dólares.
- 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.

<sup>1</sup> El Agente empleará sus mejores esfuerzos para identificar e informar al Fiduciario y al Comité de Vigilancia (en las condiciones previstas en la cláusula 7.3) dentro del plazo de nueve meses desde la Fecha de la Emisión de los Certificados de Participación correspondientes a la Primera Integración, Predios Productivos que cumplan con las condiciones referidas en la cláusula 7.1 y sean susceptibles de adquisición, y que en todo caso deberán representar la inversión de un mínimo del 50% de los fondos estimados para la adquisición y puesta a punto de Predios Productivos conforme lo señalado en la cláusula 7.1 del presente (esto es, 85% del remanente de los fondos obtenidos en virtud de la colocación de los Certificados de Participación una vez efectuadas las deducciones referidas en la cláusula 7.1). El Agente empleará sus mejores esfuerzos para que dentro del plazo de dieciocho meses desde la Fecha de la Emisión de los Certificados de Participación correspondientes a la Primera Integración, el 100% de los fondos estimados para la adquisición y puesta a punto de Predios Productivos conforme lo señalado en la cláusula 7.1 del presente –en la medida de lo posible, ya que puede existir un remanente que no sea suficiente para la adquisición de Predios Productivos–, hayan sido invertidos en la adquisición de Predios Productivos, conforme al procedimiento establecido en la cláusula 7.3. del presente.

- 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 política de la actual administración 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 en esta primera calificación, las futuras no se vincularán estrictamente con la obtención de estas cifras. En efecto, no se trata en este caso de una emisión con compromiso de rentabilidad fijo. Por tanto la nota no dependerá estrictamente del alcance de las Tasas Internas de Retorno calculadas en el proyecto ni de los costos de oportunidad del capital de los inversores. En definitiva, la nota seguirá entre otros criterios el cumplimiento del proyecto y el alcance de una rentabilidad mínima que se juzgue aceptable en ocasión de cada recalificación.

CARE Calificadora de Riesgo es una calificadora con registros y manuales aprobados por el Banco Central del Uruguay a partir del 3 de abril de 1998. Califica conforme a su metodología oportunamente aprobada por dicha autoridad, seleccionando los profesionales necesarios para integrar en cada caso el comité de calificación, el que juzga en función de sus manuales. Estos, su código de ética, registros y antecedentes se encuentran disponibles en el sitio web: [www.care.com.uy](http://www.care.com.uy) así como en el del regulador: [www.bcu.gub.uy](http://www.bcu.gub.uy). El comité de calificación estuvo integrado en este caso por el Ing. Julio Preve y el Cr. Martín Durán Martínez. El análisis de las contingencias jurídicas fue realizado por el Dr. Leandro Rama Sienna y se adjuntó a la calificación original. Asimismo Juan Peyrou asesoró al Comité de Calificación en temas de su especialidad.

Por disposición del BCU y de la Entidad Representante (BVM) la calificación debe actualizarse con una periodicidad anual. No obstante la misma puede variar ante la aparición de hechos relevantes. En los primeros años del proyecto se considerarán hechos relevantes la evolución semestral de la compra de tierras así como la concreción de la infraestructura de riego prevista en el Prospecto. Todo lo demás constante, el cumplimiento de metas de compra de tierra y de establecimiento de infraestructura de riego y puesta en marcha de las explotaciones agrícolas, debería ir incrementando la nota.

Tanto el fiduciario como el agente/aparcerero se comprometen a proveer esta información.

## 2. Antecedentes generales y hechos salientes del período

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"

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

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 tres años.

Las principales características del proyecto implican la adquisición de aproximadamente 7.000 hectáreas de campo, que se arrendarán mediante contrato de aparcería y en los que el agente/aparcerero, por cuenta del Fideicomiso realizará inversiones en infraestructura de riego para aumentar la productividad de la explotación en arrendamiento.

Respecto del ingreso bruto total estimado, y para valores promediales de la tierra y de los productos agrícolas de las diferentes simulaciones, aproximadamente un 60% correspondería a la venta de la tierra al final del proyecto, y un 40 % a los ingresos por aparcería. El inversor estimó un rango de TIR para el inversor de entre 2,5 % y 13,6 %, según diversas opciones productivas, y sensibilizaciones realizadas descritas en el prospecto de emisión.

En este primer período, se ha concretado la primera adquisición de un campo, a entregar en mayo de 2017. Se trata de un establecimiento ubicado en Soriano, Costas del Perdido, con una superficie de 1.732 has, de las que 913 has son de uso agrícola, 142 has de uso agrícola-ganadero, y el resto ganaderas; la estimación de la superficie regable es de 819 has, con riego en base al agua aportada por el arroyo El Perdido y una represa a construirse. La tasación realizada por Valora S.A. estimó el precio del bien en USD 7.200 por ha lo que hace un valor total de USD 12.487.289. El bien no se ha pagado en la totalidad, quedando una última cuota supeditada a la entrega del mismo.

El operador reporta que se está a punto de cerrar la compra del segundo campo, de algo menos de 3,000 hectáreas aproximadamente, con lo que se cumplen requisitos de desempeño mínimo.

El 9 de marzo se realizó la segunda integración de capital del fideicomiso, y el 9 de Septiembre de 2017 se realiza la tercera y última integración, completando así el total de 50 millones de dólares.

### **3. Información analizada**

La información analizada fue la siguiente:

- Informe del operador
- Informe de venta del escritorio Da Silva Agroinmuebles sobre el campo adquirido.
- Estudio de Suelos del campo adquirido, de la consultora Estratos, noviembre de 2016
- Tasación del campo adquirido, de la consultora Valora, de noviembre de 2016
- Informe del Comité de Vigilancia, de 23 de noviembre de 2016
- Proyecto de Riego, para el campo adquirido, del Ing. R. Kosterlitz de noviembre de 2016
- Estados contables auditados del Fiduciario al 31 de diciembre de 2016.
- Estados contables auditados del Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas, al 31 de diciembre de 2016

### 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

<b>Denominación:</b>	Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas
<b>Fiduciario:</b>	TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A.
<b>Operador/ Aparcero:</b>	Bearing Agro S.A.
<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>Cotización bursátil:</b>	Bolsa de Valores de Montevideo.
<b>Organizador:</b>	AUREN Asesor fiscal y Bragard & Durán Asesores legales
<b>Títulos emitidos:</b>	Certificados de participación
<b>Activos del Fideicomiso:</b>	Inmuebles rurales, infraestructura de riego, aparcería, entre otros.
<b>Fecha de emisión:</b>	9 de setiembre de 2016
<b>Moneda:</b>	Dólares
<b>Importe de la Emisión:</b>	U\$S 50.000.000 (en el tramo mayorista se colocaron U\$S 46.250.000 y en el tramo minorista SUD 3.750.000)
<b>Plazo:</b>	15 años
<b>Distribuciones:</b>	Bianuales, con vencimientos en el 15 de abril y el 15 de setiembre de cada año.
<b>Calificación de Riesgo:</b>	BBB (uy)

### 3. 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.”

### 4. 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, puede llevar un tiempo difícil de determinar y en algunos casos podría ocasionar una pérdida de parte del capital invertido. *El riesgo es 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.

Son sus autoridades el Sr. Juan Pablo Fernández Ranvier y la Sra. Florencia Regueiro en calidad de Presidente y Vicepresidente respectivamente. Encargado de la Administración en Uruguay es el Sr. Martín Improta Cerviño.

TMF Uruguay SRL, pertenece al grupo y se encarga de llevar la contabilidad de la Sociedad (TMF Uruguay AFISA). En cambio, el manejo contable y financiero de los fideicomisos se lleva directamente desde TMF Uruguay AFISA y son auditados por Deloitte.

Al 31 de diciembre de 2016, TMF Uruguay AFISA presenta estados contables con informe de auditoría de KPMG. Un resumen de los principales rubros del estado de situación y resultados a dicha fecha y su comparativo con ejercicios anteriores se presenta en los cuadros siguientes.

<b>CUADRO 1: Estado de Situación</b>			
<b>(en miles de \$)</b>	<b>31/12/16</b>	<b>31/12/15</b>	<b>31/12/14</b>
<b>Activo</b>	<b>26.024</b>	<b>18.188</b>	<b>15.263</b>
Activo Corriente	2.367	2.072	1.324
Activo no Corriente	23.657	16.116	13.939
<b>Pasivo</b>	<b>16.706</b>	<b>8.669</b>	<b>7.844</b>
Pasivo Corriente	16.706	8.669	7.844
Pasivo no Corriente	-	-	-
<b>Patrimonio</b>	<b>9.318</b>	<b>9.519</b>	<b>7.419</b>
<b>Pasivo y Patrimonio</b>	<b>26.024</b>	<b>18.188</b>	<b>15.263</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>0,14</b>	<b>0,24</b>	<b>0,17</b>

Fuente: EE.CC TMF

<b>CUADRO 2: Estado de Resultados</b>			
<b>(en miles de \$)</b>	<b>31/12/16</b>	<b>31/12/15</b>	<b>31/12/14</b>
Ingresos Operativos	3.582	2.073	1.628
Costo Servicios Prestados	(128)	(82)	(109)
<b>Resultado Bruto</b>	<b>3.455</b>	<b>1.991</b>	<b>1.519</b>
Gastos Administración y Vtas.	(3.522)	(1.974)	(1.812)
<b>Resultado Operativo</b>	<b>(67)</b>	<b>17</b>	<b>(293)</b>
Resultado Financiero	463	(199)	289
IRAE	(597)	826	(42)
<b>Resultado del Periodo</b>	<b>(201)</b>	<b>643</b>	<b>(46)</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. Por otra parte se comenta que la administración de un segundo fideicomiso comenzó recién en setiembre de 2016 por lo que su incidencia en el ejercicio cerrado a diciembre de 2016 es menor.

Al 31/12/16, TMF Uruguay AFISA administra dos fideicomisos financieros de oferta pública. Hay otro en vías de concretarse; se trata de un desarrollo forestal, análogo al denominado FF Montes del Este, que prevé la emisión de U\$S 60 millones por lo que, sumado a los dos que están operativos, pasarían a administrar operaciones por alrededor de U\$S 166 millones.

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 con el exterior, dedicada fundamentalmente a la actividad agrícola similares a las 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 incluyeron la constatación de una estructura de gobernanza adecuada y de estilo en estos casos, compusieron la opinión del Comité en ocasión de la calificación original. Estos se mantienen en lo sustancial incambiados por lo que se considera innecesario reiterar en esta ocasión y los interesados pueden consultar en dicho informe.

En consecuencia, y salvo que surjan hechos relevantes 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.

### **Integrantes del equipo de Bearing Agro S.A.**

En lo sustancial sigue incambiada su estructura administrativa y técnica por lo que, una vez más, nos remitimos a informes anteriores. No obstante, los reponsables de la firma informaron a CARE que se han incorporado nuevos socios que, si bien tienen una participación minoritaria, tienen un valor estratégico. Se trata de Agroterra SA, un fuerte proveedor de insumos y que cuenta con técnicos altamente especializados, en particular en el tema riego, y socios del exterior, concretamente de Francia.

### **Situación económico financiera**

La firma cierra ejercicio el 30 de junio de cada año siguiendo la lógica de los ejercicios agropecuarios. No presenta informe de auditoría independiente sino informe de compilación, en consecuencia, se trata de afirmaciones de la empresa, no auditadas.

A continuación se exponen el comparativo de los Estados de Situación y de Resultados para los últimos tres ejercicios completos.

<b>CUADRO 3: Estado de Situación (miles de u\$s)</b>			
<b>Rubros</b>	<b>30/6/16</b>	<b>30/6/15</b>	<b>30/6/14</b>
<b>Activo</b>	<b>2.518</b>	<b>4.867</b>	<b>5.157</b>
Activo Corriente	605	1.875	1.982
Activo no Corriente	1.913	2.992	3.175
<b>Pasivo</b>	<b>1.379</b>	<b>3.733</b>	<b>3.698</b>
Pasivo Corriente	1.264	3.561	3.469
Pasivo no Corriente	114	171	229
<b>Patrimonio</b>	<b>1.139</b>	<b>1.135</b>	<b>1.459</b>
<b>Pasivo y Patrimonio</b>	<b>2.518</b>	<b>4.867</b>	<b>5.157</b>
<b>Liquidez (AC/PC)</b>	<b>0,48</b>	<b>0,53</b>	<b>0,57</b>
<b>Solvencia (A/P)</b>	<b>1,83</b>	<b>1,30</b>	<b>1,39</b>

Fuente: EE.CC Bearing con informe de compilación

<b>CUADRO 4: Estado de Resultados</b>			
<b>(miles de u\$s)</b>	<b>30/6/16</b>	<b>30/6/15</b>	<b>30/6/14</b>
Ingresos Operativos	1.060	1.073	1.773
Costos Operativos	(1.148)	(1.015)	(1.262)
<b>Resultado Bruto</b>	<b>(88)</b>	<b>58</b>	<b>511</b>
Gastos Adm y Ventas	(339)	(286)	(247)
Gastos Diversos	28	(2)	(20)
<b>Resultado Operativo</b>	<b>(398)</b>	<b>(229)</b>	<b>244</b>
Resultados Financieros	(52)	(27)	(173)
IRAE	(947)	(74)	493
<b>Resultado del Ejercicio</b>	<b>(1.398)</b>	<b>(330)</b>	<b>564</b>

Fuente: EE.CC Bearing con informe de compilación

De acuerdo a los cuadros precedentes, la firma sigue mostrando una sólida situación patrimonial, pese al déficit registrado en el último ejercicio y que se suma al del anterior. La situación patrimonial se explica no por buenos resultados sino por una importante capitalización realizada por los socios del orden de U\$S 1.4 millones.

Consultados los responsables de la firma, informaron a CARE que, además de la capitalización ya mencionada, los accionistas han asegurado los fondos para cumplir con la integración comprometida de U\$S 3.75 millones, 66,66 % de los cuales ya fueron efectivamente integrados al Fideicomiso. Es decir, como Fideicomitente, viene cumpliendo sus compromisos.

Bearing sigue manteniendo su cartera de clientes y se espera que en el ejercicio 2016/2017 se empiece a revertir la situación deficitaria que, por otra parte, su causa no está muy vinculada con cuestiones operativas. También contribuirá a mejorar sus resultados operativos la puesta en marcha del Fideicomiso que nos ocupa con la próxima incorporación de dos campos.

***En conclusión, este Comité considera que Bearing Agro S.A. está en condiciones de realizar satisfactoriamente aquellas acciones que posibiliten el cumplimiento del plan de negocios del presente Fideicomiso, incluyendo su compromiso de suscripción e integración de los CP's tal cual se establece en los contratos respectivos.***

### 3. 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 U\$S 1.000 cada uno lo que hace el total anunciado de U\$S 50 millones.

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.

Con fecha 13/9/16 se efectuó la integración del 33,33 % de los CP's suscriptos, esto fue U\$S 16.666.000, según cronograma previsto. La segunda integración, por el mismo monto, también se hizo efectiva en la fecha prevista (9/3/17) restando únicamente la correspondiente al 9/9/17 por el saldo de 33,33%.

Se desprende de lo anterior que al cierre del ejercicio 2016, primero del Fideicomiso, no se produjeron operaciones propias de su objeto.

El estado de situación y resultados se presenta en los cuadros siguientes

<b>CUADRO 5: Estado de Situación</b>	
<b>(miles de u\$s)</b>	<b>31/12/16</b>
<b>Activo</b>	<b>16.498</b>
Activo Corriente	16.498
Activo no Corriente	-
<b>Pasivo</b>	<b>18</b>
Pasivo Corriente	18
Pasivo no Corriente	-
<b>Patrimonio</b>	<b>16.480</b>
<b>Pasivo y Patrimonio</b>	<b>16.498</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>916,56</b>

Fuente: EE.CC Fideicomiso

<b>Cuadro 6: Estado de Resultados</b>	
<b>(miles u\$s)</b>	<b>31/12/16</b>
Gastos de Administración	(68)
<b>Resultado Operativo</b>	<b>(68)</b>
Resultado Financiero	(7)
<b>Resultado antes IRAE</b>	<b>(75)</b>
IRAE	109
<b>Resultado del Ejercicio</b>	<b>34</b>

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Se puede comprobar que el estado de situación refleja en su patrimonio, la integración de CP's mencionada (33,33 % del total ya que la segunda por el mismo monto fue posterior al cierre de balance) y el estado de resultados no registra ningún ingreso operativo. Tampoco se refleja la adquisición de un campo tal como se da cuenta en otra sección de este informe por ser un hecho posterior al cierre. En el correr del ejercicio en curso, se espera incorporar un segundo campo con lo cual se estaría afectando la casi totalidad de los fondos recibidos hasta el momento.

Colabora en los avances del Fideicomiso la figura del Comité de Vigilancia en la persona del Ing. Agr. Pablo Gorriti propuesto por la Asamblea de Titulares. Entre otras funciones debe velar por el cumplimiento de las metas propuestas, esto es, haber identificado correctamente predios productivos por hasta el 50% de los fondos emitidos dentro de los primeros 9 meses y el resto dentro de los 18 meses desde la emisión de los CP's (cláusula 7.2 del Contrato). Este es un compromiso de desempeño mínimo, que estará presente en las sucesivas evaluaciones que practicará la calificadora. La primera parte de esas metas se ha cumplido con el campo ya adquirido y el próximo a adquirir.

#### 4. Riesgos considerados:

**Riesgo jurídico**, por incumplimiento de alguna disposición por parte del fiduciario o del aparcerero, agente o fideicomitente. El mismo se encuentra pormenorizadamente analizado y acotado en los contratos analizados. *Riesgo 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 en cuenta las conclusiones del informe técnico que se anexa; 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; 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.

## 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 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 incorporará 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 presentan 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 se sustenta bajo el supuesto de adquirir 6.790 hectáreas rurales, las cuales representarían un área agrícola de 4.414 hectáreas (63% del área adquirida) y un área bajo sistemas de riego de 3.000 hectáreas (68% del área agrícola).

Los supuestos utilizados en las proyecciones, en su mayoría compartidas por CARE son:

- Razonable monto asignado a la inversión inicial.
- Estimación completa de gastos.
- El punto clave, la estimación del incremento real en el valor de los campos (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.
- Se supuso que el valor terminal de los flujos de fondos del proyecto en el período de proyección es nulo, liquidándose los activos netos del Fideicomiso en el año 15.

Con respecto a los supuestos sobre los ingresos por arrendamiento (aparcería), CARE los consideró en su momento optimistas. Esto se debe a que considera una evolución proyectada de precios de los commodities agrícolas que no necesariamente condice con las actuales expectativas de precios. En este sentido, CARE recalculó en su momento el flujo para analizar en qué medida afectaba el retorno del inversor. Más adelante en la Sección V se profundizará sobre este aspecto.

Por otra parte, se propone un supuesto distinto en cuanto a la puesta en marcha del proyecto. El emisor supone 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, hace difícil que el primer año se disponga del total de los campos y la infraestructura en condiciones. Por tal motivo se entiende que toda la agricultura del primer año se realizará en condiciones de secano, lo que implica asumir rendimientos sensiblemente menores, en especial para el caso del maíz. Ello implicaría una reducción estimada del 20% en los ingresos por aparcería para el fideicomiso. Por tanto se incorporó al análisis esta segunda simulación.

En el período considerado, se ha adquirido el campo “Las Acacias” de 1.732 has ubicado en el departamento de Soriano, en Paso del Perdido, (Ruta N°2 y 30 kms Camino del Durazno o Ruta N°57, Camino de la Cuchilla del Perdido), a 225 kms de Montevideo y 130 kms de Nueva Palmira. Esta compra representa el 25.5% del total planteado.

Se contrató a la consultora “Estratos, tecnología de suelos”, para realizar un estudio de suelos y aptitud de uso <sup>2</sup>. Del informe se desprende que se trata de un campo que tiene una importante proporción de suelos agrícolas que alcanza a 1.055 has, de las que 913 has son capaces de soportar un esquema agrícola intensivo (53%), y 142 has que permiten la agricultura en rotación con pasturas (8% véase cuadro 7); el resto tiene un uso ganadero fundamentalmente.

**CUADRO 7. Aptitud uso suelos Las Acacias**

Aptitud de uso	Area	Porcentaje
Agrícola 1	800	46%
Agrícola 2	113	7%
Ganadero -Agrícola	142	8%
Ganadero	669	39%
Otros	8	0%
<b>TOTAL</b>	<b>1.732</b>	<b>100%</b>

Fuente: Estudio de suelos y aptitud de uso, Consultora Estratos

Si bien el Índice de CONEAT promedio del campo, oficialmente es de 134, esta consultora, lo reestimó y entiende que el mismo es de 154.

Se contrató la tasación del campo a la consultora Valora que concluyó que “el valor de mercado de los activos aquí evaluados a partir del 11 de Noviembre del 2016 es de USD 12.487.289 (USD 7.200/ha).”

Se ha realizado ya un Proyecto de Riego <sup>3</sup>, y un plan de uso y manejo del suelo como parte de los requisitos para obtener la autorización ante la DINAGUA del Ministerio de Vivienda, Ordenamiento Territorial y Medio Ambiente, la concesión del uso de aguas públicas embalsadas en la represa a construirse en el establecimiento Las Acacias.

El sistema de riego se implementará para una superficie de 819 has utilizando 10 pívots de distintos largos, siendo 9 móviles y 1 pivot fijo.

<sup>2</sup> Informe de suelos y aptitud de uso, Consultora Estratos, tecnología en suelos, Ings. Agr. Juan Ausaga y Diego Pintado, noviembre de 2016, adjunto al reporte del operador

<sup>3</sup> Proyecto de Riego por Pivot Central, Establecimiento “Las Acacias”, José E. Rodó, Soriano, Ing. Agr. Ricardo Alberto Kosterlitz Noviembre 2016

El operador reporta que está prácticamente concretada la adquisición de otro predio de 3.000 has, del que no se brinda más información, con el que se alcanzaría el 70% de lo planteado.

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

El Proyecto planteado en el prospecto presenta una TIR del 8,9% en base a supuestos 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, la evolución esperada del precio 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

El Cuadro 8 expone la respuesta del retorno del inversor según variaciones en las proyecciones de precio según el emisor. **Se observa que en el escenario más desfavorable, (desvalorización del precio de la tierra de 1% y una nula variación en los precios y costos de los bienes agropecuarios), la TIR del inversor se situaría en 2,6%. Vale la pena mencionar que este escenario es de muy baja probabilidad.** 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. A su vez, la liquidación final del activo tierra puede diferirse hasta tres años, de modo de mitigar una baja de precios en el año 15.

**CUADRO 8 Rentabilidad del Proyecto y variaciones propuesta**

Tasa apreciación anual de la Tierra	Inflación Anual de precios y costos agropecuarios				
	0%	2,50%	5,00%	7,50%	10%
-1%	2,60%	3,20%	4,00%	4,90%	5,90%
0%	3,30%	3,90%	4,60%	5,40%	6,40%
1%	4,00%	4,50%	5,20%	6,00%	6,90%
2%	4,70%	5,20%	5,80%	6,60%	7,50%
3%	5,50%	5,90%	6,50%	7,20%	8,00%
4%	6,20%	6,70%	7,20%	7,90%	8,60%
5%	7,00%	7,40%	7,90%	8,60%	9,30%
6%	7,40%	7,80%	8,30%	8,90%	9,60%
6%	7,80%	8,20%	8,70%	9,30%	9,90%
7%	8,60%	9,00%	9,50%	10,00%	10,60%
8%	9,50%	9,80%	10,20%	10,70%	11,30%
9%	10,30%	10,70%	11,10%	11,50%	12,10%
10%	11,20%	11,50%	11,90%	12,30%	12,80%
11%	12,10%	12,40%	12,70%	13,10%	13,60%

Fuente: prospecto de emisión

Cabe subrayar que en el prospecto se ha fundamentado con solvencia 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>4</sup> reporta diferencias de precios de la tierra regada y no regada, en 18 estados, y las mismas muestran diferencias, desde similares a sensiblemente mayores a las manejadas. Se comparte entonces el criterio utilizado por el estructurador, en la medida que la realidad en ese país, no puede ser trasladada automáticamente, por diversos motivos.

<sup>4</sup> Land Values 2016 Summary, agosto 2016, USDA

**Cuadro 9. Diferencia porcentual del precio de tierras irrigadas, respecto a no irrigadas, en algunos estados de Estados Unidos**

Estado	2012	2013	2014	2015	2016
Missouri	18%	20%	27%	39%	39%
Kansas	42%	50%	53%	56%	55%
Nebraska	72%	80%	78%	73%	73%
Florida	26%	29%	32%	35%	29%
Georgia	-6%	2%	16%	20%	25%
Arkansas	41%	59%	63%	63%	64%
Louisiana	-7%	-7%	-6%	-5%	-4%
Mississippi	17%	18%	23%	25%	28%
Texas	5%	14%	14%	14%	10%
Colorado	254%	242%	271%	278%	268%
Idaho	234%	224%	248%	245%	252%
Montana	296%	292%	269%	265%	263%
Nuevo México	935%	878%	908%	905%	908%
Utah	385%	373%	369%	365%	357%
Wyoming	s/d	s/d	181%	184%	186%
California	239%	247%	232%	218%	200%
Oregón	121%	115%	118%	124%	129%
Washington	548%	619%	624%	613%	620%

Fuente: Land Values 2016 Summary; agosto 2016, USDA

Se entiende que se ha utilizado un criterio conservador al definir el guarismo de 5% de incremento anual de valor, lo que fortalece todo el análisis. 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 no es razonable 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 compartidos (evolución del precio de la tierra, rendimientos, etc.). No obstante lo anterior, los precios agrícolas, cuya evolución registra algunas diferencias entre especialistas, presentaron a juicio de CARE, algunas motivos de replanteo que en su momento justificaron 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>5</sup>. El nuevo escenario calculado por CARE en base a los nuevos supuestos de precios de los productos agrícolas, disminuye la TIR a 7,9%.

Simultáneamente se asumió el supuesto que en el primer año, no se pudiera incorporar el riego, es decir que toda el área agrícola se realizaría en condiciones de secano. Se estimó el impacto en los ingresos de concretarse esta vicisitud en un 20% de reducción de los mismos.

Surge así el siguiente cuadro de resultados según se consideren distintas áreas de riego en el primer año y distintas tasas de evolución de los precios agrícolas:

<sup>5</sup> OCDE FAO. Perspectivas agrícolas 2015 – 2023, USDA Agricultural projections to 2025 de febrero de 2016 y World Bank projections to 2025.

## CUADRO 10. Resultados de las simulaciones realizadas

Situación del primer año	Impacto en los ingresos	Tasa de evolución de las commodities		
		1%	3%	5%
Sin riego	-20%	7,80%	8,10%	8,50%
Con riego	0%	7,90%	8,20%	8,90%

Fuente: elaborado por CARE

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 consiste 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. Para ambas variables se asumió una distribución triangular. Para el caso del precio de los granos se adoptó un criterio más conservador, tomando en cuenta las últimas estimaciones de largo plazo para los granos de la USDA <sup>6</sup> que como promedio dan alrededor de un 1%. Este valor fue el que se adoptó como más probable. Se tomó como cota superior el crecimiento promedio anual de los últimos 15 años (4%). Al tratarse de una variable triangular la cota inferior es de -2%.

Para el caso del precio de la tierra, como se plantea en la sección siguiente, la apreciación de la misma resulta conservadora a la luz del comportamiento histórico. Por lo tanto se tomó valor más probable el adoptado por el modelo. La cota superior se adoptó el crecimiento que se obtiene en la serie histórica tomando períodos de 15 años (10%) y como cota inferior un crecimiento casi nulo (0,5%).

## Cuadro 11. Variables sensibilizadas

Variable	Distribución	Mínimo	Más probable	Máximo
Variación anual del precio de la tierra	Triangular	0,50%	5,50%	10%
Variación anual del valor de arrendamiento	Triangular	-2%	1%	4%

Fuente: CARE

Se estimó la distribución de la TIR resultante de una simulación de 50.000 iteraciones, a partir de la distribución asumidas de las 2 variables claves.

## Cuadro 12. Rentabilidad del Proyecto simulada

VARIABLE	Min.	Prom.	Max.
TIR (%)	3,3	7,4	11,5

Fuente: CARE

<sup>6</sup> Disponible en: <http://www.usda.gov/oce/commodity/projections/>

De este análisis se concluyó que el 90% de los casos la TIR se encuentra 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. Siendo que considera un valor de apreciación de la tierra más probable, entendido como conservador y que se le dio la variabilidad más alta de las históricas calculadas en el capítulo siguiente (10% de máximo vs 8% y 9%), el resultado mostró una TIR robusta.

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

### 2.3 Costo del capital y Valor Presente Neto del Proyecto

Con el objetivo de testear algunos supuestos introducidos en las proyecciones del plan de negocios presentado<sup>7</sup>, 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 (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

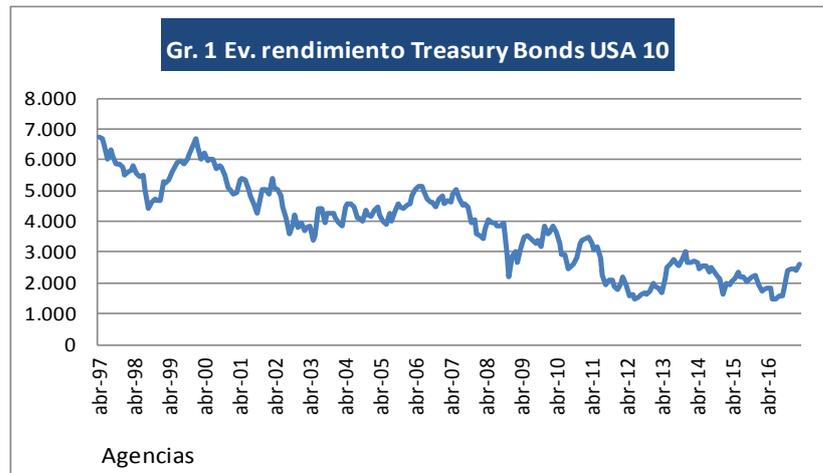
Para efectuar este cálculo se opta normalmente por utilizar los promedios de 20 años de los rendimientos de los Treasury Bonds 10 Years de la Reserva Federal de los Estados Unidos. Ese promedio resulta exigente respecto al costo de oportunidad del capital, dado que incluye valores de fines de la década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

<sup>7</sup> El prospecto de emisión supone una tasa de descuento del 7%.

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

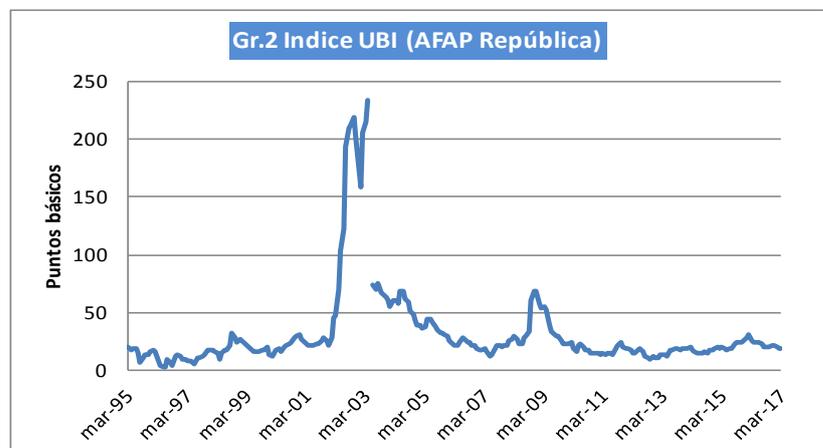
<sup>9</sup> A. Damodaran, "Estimating Equity Risk Premiums" Stern School of Business

<sup>10</sup> Se consideraron los betas promedio de empresas de producción primaria de bienes agrícolas en mercados emergentes según A. Damodaram

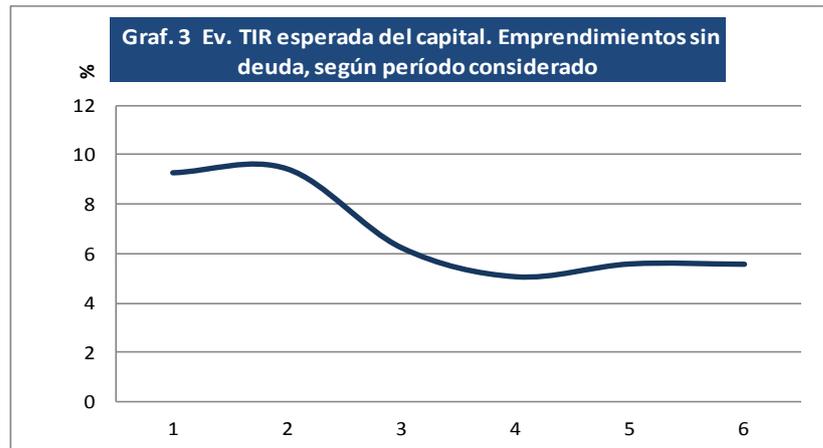


Se entiende en general, que si bien es razonable esperar un incremento en las tasas de interés en el corto plazo –que ya se está verificando (véase gráfica nuevamente)-, no se espera que alcancen niveles tan altos como en el período referido, debido al abundante ahorro que existe en la economía mundial.

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



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



Aplicando valores actuales, que recogen el aumento de los TB10Y, se llega a una tasa de retorno esperada para el capital en el entorno del 6%. Este valor es sensiblemente inferior a la TIR esperada del inversor en CPs (8.55% para el inversor, en el prospecto original), lo que nos indicaría que la tasa prevista para ellos es superior a la teórica. Si bien estas comparaciones no pueden tomarse en sentido estricto, constituyen una referencia que – entre otras- ayuda a conformar un juicio acerca del retorno proyectado de los CPs.

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

#### **Riesgos considerados:**

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

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

### 1. Riesgo Económico y de Mercado

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

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

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

## 2. Sobre los precios de los productos agrícolas.

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

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

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

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

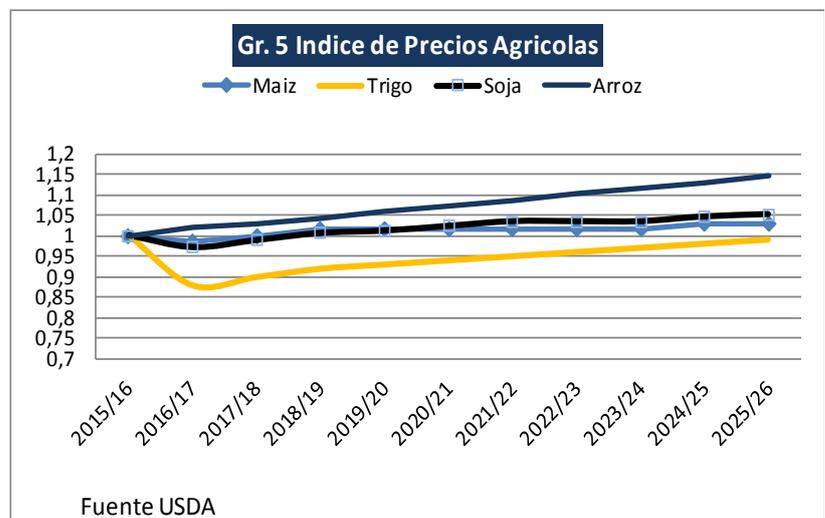
No obstante lo anterior, el escenario antes mencionado se ha modificado, mostrando descensos significativos de los precios de estos productos y de todas las commodities. De todas formas, las previsiones para los próximos años, son de una retomada del crecimiento de la economía mundial, pero a tasas menores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



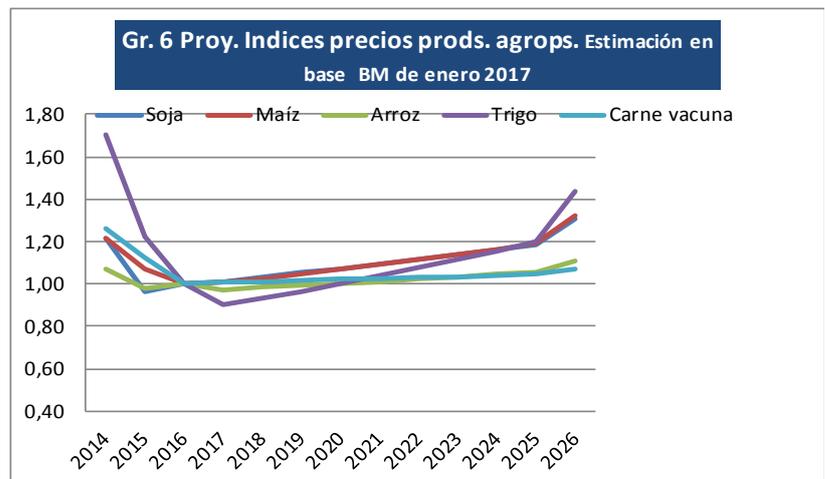
Fuente: F.M.I.

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 U\$S, ya publicó sus proyecciones en febrero de 2016 para la década 2016/2025 y confirman en prácticamente todos los rubros agrícolas esa leve mejora en términos nominales <sup>11</sup> (gráfica 5). El informe de USDA con proyecciones a 2026, publicado en febrero de 2017, si bien ratifica en grandes líneas lo anterior, no presenta información detallada de la evolución esperada de los precios <sup>12</sup>



Por su parte, el Banco Mundial actualiza periódicamente su proyección de precios de las commodities <sup>13</sup>. La última actualización es de enero de 2017, muestra cómo los precios de todos los rubros se espera tengan un sostenido crecimiento, aunque a tasas muy bajas (véase gráfica 6).



<sup>11</sup> U\$SA Agricultural Projections to 2025, febrero de 2016

<sup>12</sup> U\$SA Agricultural Projections to 2026, febrero de 2017

<sup>13</sup> World Bank, Commodity market, prices forecast, january 2017

### 3. El precio de la tierra

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

Las perspectivas de demanda internacional por tierra y madera son alentadoras y ubican los precios en niveles crecientes para el corto y mediano plazo. En el Informe Sobre el Precio de la Tierra <sup>14</sup> se presenta un detallado análisis sobre el precio de la tierra donde se destaca lo siguiente:

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

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

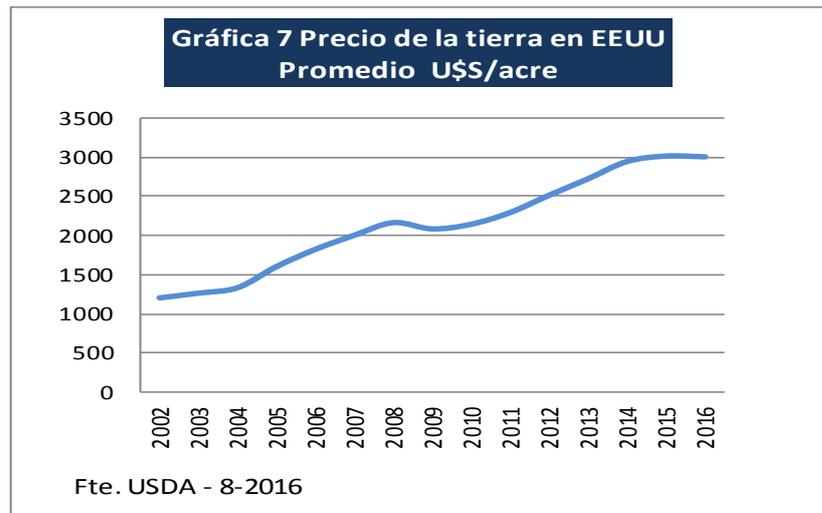
El comportamiento del precio de la tierra en Uruguay, ha mostrado una tendencia creciente, con una marcada aceleración desde 2003 en adelante, que se revierte en 2015 y continúa -a tasas menores- en 2016, según cifras DIEA <sup>15</sup>. Este cambio de tendencia a partir de 2015, es consistente con lo que se verifica en otros países, como Estados Unidos y Brasil.

En lo que respecta, en particular al precio de la tierra en Estados Unidos, continúa la fase ascendente hasta 2015 para estabilizarse, en 2016, según cifras preliminares<sup>16</sup>. El precio en Estados Unidos cayó únicamente en los primeros años de la década del ochenta ante el cambio de la política monetaria denominado “Plan Volker (véase informe de actualización anterior) y en menor medida, después de la crisis financiera de Lehman Brothers, y en forma muy moderada (véase gráfica 7). Cualquiera de los dos shocks negativos en el nivel de precios, fueron revertidos en pocos años.

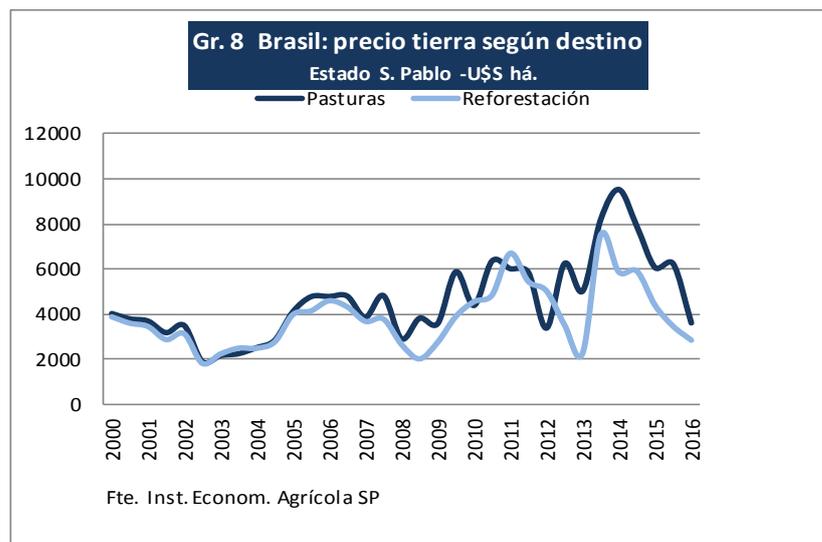
<sup>14</sup> Ídem

<sup>15</sup> SERIE “PRECIO DE LA TIERRA”  
Compraventas 2016, publicado el 9 de marzo de 2017, DIEA-MGAP

<sup>16</sup> Land Value, Summary 2016. USSA - NASS



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



De todas formas, CARE analizó el comportamiento de las tasas promedio de evolución del precio de la tierra en intervalos de diferente cantidad de años, sobre una base de datos que se inicia en 1969. Los datos muestran una muy alta tasa de valorización en términos de dólares corrientes, para todos los intervalos considerados; es de destacar, por el contrario, la marcada caída en la variabilidad a medida que se aumenta el intervalo entre compra y venta. La tasa de valorización en intervalos de 15 años (los que se plantea el proyecto), alcanza un media de 10% anual, y el desvío estándar desciende hasta 3.2% (véase cuadro 13).

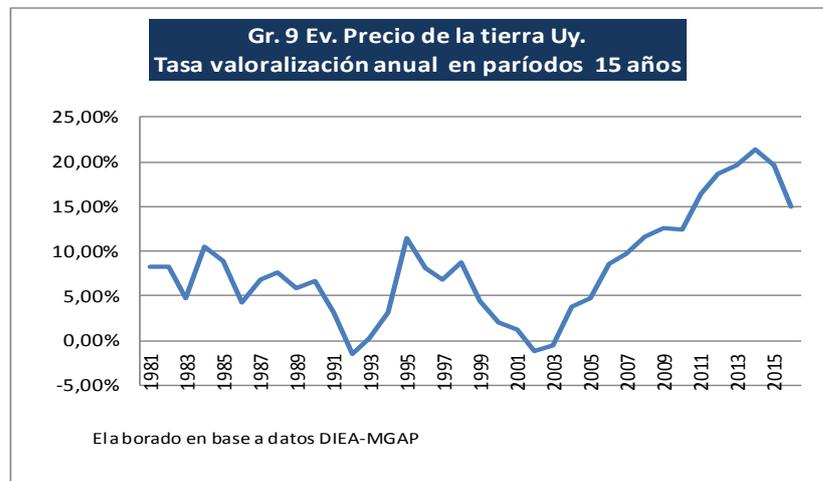
**CUADRO 13: UYTasas de ev.y variabilidad del precio\***

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

\*de la tierra en distintos intervalos

Fuente: elaborado en base a datos de DIEA-MGAP

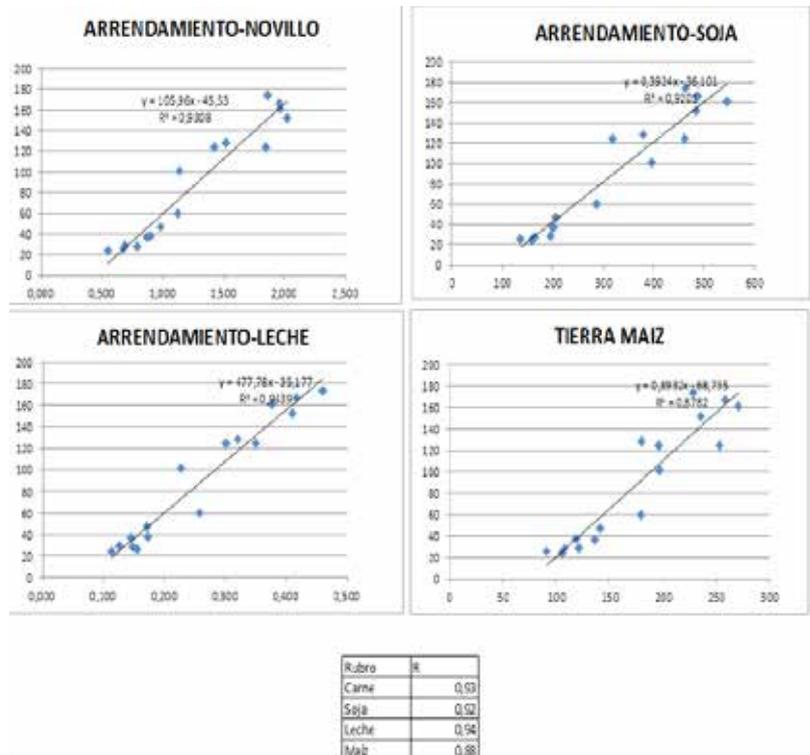
Por parte, la tendencia del promedio de intervalo de 15 años, muestra una tendencia ascendente, que aun en el intervalo que finaliza en 2016, continúa (véase gráfica 9), a pesar de que se ha producido una caída en el precio de la tierra en 2015 y 2016.



#### 4. Sobre los arrendamientos

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

**Gráfica 10. Resultados de correlaciones**



Se concluye que el precio de los arrendamientos, en los últimos 15 años, guarda estrecha relación con los precios de los productos. Por tal motivo se entiende conveniente la sensibilización de los proyectos que basan parte de sus ingresos en arrendamientos, hacerla respecto a las proyecciones de los precios agropecuarios.

## 5. 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)<sup>17</sup> de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez

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