

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

*Montevideo, marzo de 2019*

---

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

---

## Calificación Oferta Pública 20-marzo-2019

<b>Denominación:</b>	Denominación: 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>	US\$ 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 noviembre 2019 <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) y del comité de vigilancia, 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 similares a éste.
- 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, como lo mostrara la última proyección financiera que se realizó una vez completada la compra de tierras y que determinó una TIR estimada del 7,3%. Las sensibilizaciones realizadas a este nuevo flujo siguen arrojando valores aceptables.
- 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 trimestrales 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, la implementación de la infraestructura de riego 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 importantes avances en las inversiones de riego. El primer predio adquirido ya se encuentra regando normalmente en la actual zafra de verano, mientras que en los otros dos hay diferente grado de avance en las inversiones, que estarán operativas para la zafra 19/20. En la zafra 18/19 se sembraron aproximadamente 3.041 hectáreas de soja (12% bajo riego) y 373 hectáreas de maíz (todas regadas), los cultivos presentan un buen desarrollo y un alto potencial de crecimiento.

- 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, el patrimonio del Fideicomiso que surge de los Estados Contables es muy similar al valor de la emisión. En particular, para estos campos las 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.
- Para el caso de los commodities alimenticios se espera un moderado crecimiento en la demanda, menor al de los últimos años y muy posiblemente un mayor proteccionismo, por lo que cabe esperar un mantenimiento de los actuales precios internacionales, o un leve crecimiento en términos nominales pero sin contrarrestar la inflación del dólar.
- 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 T.I.R.s derivado de múltiples simulaciones razonables para el proyecto, 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 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 el Ing. Julio Preve, el Ing. Agr. Adrián Tamber y el Cr. Martín Durán Martínez. El análisis de las contingencias jurídicas fue realizado, en su comienzo, por el Dr. Leandro Rama Sienra<sup>2</sup>.

Esta calificación, tiene vigencia hasta el 30 noviembre de 2019, sin perjuicio de la aparición de hechos relevantes que justifiquen una revisión antes de esa fecha.

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

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

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, 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 y hechos relevantes del período 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.
- Estructuración de una opción de inversión a largo plazo, respaldada por el retorno de operaciones inmobiliarias, sin perjuicio de distribución de utilidades cada año producidas por el ingreso de aparcería.
- Se adquirieron 5.918 hectáreas de campo, y ya están dadas en explotación 3.414 has mediante contrato de aparcería y en los que el operador, por cuenta del Fideicomiso está realizando importantes inversiones en infraestructura de riego para aumentar la productividad de la explotación en arrendamiento. En uno de los campos la superficie ganadera ya se ha dado en explotación a un tercero (aproximadamente 650 hectáreas) y en los dos campos restantes se está en la búsqueda de interesados.
- 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.
- Una vez completado el proceso de compra de campos sobre la base de un menor número de hectáreas, en abril de 2018 CARE recalculó la TIR y la sensibilizó, obteniendo un rango entre 1,6% y 12,5%, con una media esperada de 7,3% (el prospecto había estimado una TIR del 8,3%).
- En mayo de 2017 se tomó posesión del primer campo (Las Acacias) con una superficie de 1.732 has. En ese predio ya se ha culminado con la inversión en riego, instalándose 10 pivots, que ya se han puesto en funcionamiento en la actual zafra de verano (18/19). Se sembraron 373 hectáreas de maíz y 397 de soja, todas bajo riego, asimismo se sembraron 189 hectáreas en secano. Según informa el Comité de Vigilancia, los cultivos están en buen estado esperándose una buena cosecha. Toda el área agrícola (la de los tres establecimientos) pasó el invierno con un puente verde (avena negra) dando cumplimiento a los planes de uso y manejo de suelos del MGAP.

- 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. Si bien no está operativo aún el sistema de riego, los avances en las inversiones son notorios: ya se han instalado los 14 pivots, la represa está culminada y con agua y los avances en la instalación de las bombas y la eléctrica superan el 80%. Falta buena parte de la caminería que se ha demorado por problemas climáticos. En ese establecimiento se han sembrado 1.573 hectáreas de soja que si bien no se han regado se encuentran en buen estado y con buen potencial de rendimiento.
- El tercer predio es el establecimiento Selva Negra con una superficie de 1.400 hectáreas, habiéndose tomado posesión del mismo el 31 de mayo de 2018. En este predio las inversiones en riego están más atrasadas: la instalación de los 9 pivots presenta un avance de un 30%, la represa un 60% y aún no se ha comenzado con la instalación de las bombas, la eléctrica y la realización de caminos. En este predio se sembraron 879 hectáreas de soja en la primera quincena de noviembre. Como consecuencias de las lluvias caídas, se tuvieron que resembrar aproximadamente 200 hectáreas. Los cultivos se encuentran en buen estado tanto el área sembrada y nacida en la primera siembra como también el área resembrada.

### 3. Información analizada

La información analizada fue la siguiente:

- Informes del operador el último del cuarto trimestre de 2018.
- Entrevistas con el operador.
- Informes del Comité de Vigilancia, relativos al estado de los cultivos de soja y maíz con proyecciones de cosecha (febrero de 2019).
- Tasaciones al 31/12/2018 de los predios Las Acacias y Santa Elena.
- Estados Contables Intermedios del Fiduciario al 30/09/2018.
- Estados Contables del Fideicomiso al 31/12/2018<sup>3</sup>.

<sup>2</sup>. CARE aún debe recibir la información definitiva



### 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:</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>Títulos emitidos:</b>	Certificados de participación
<b>Activos del Fideicomiso:</b>	Inmuebles rurales, infraestructura de riego, aparcería, entre otros.
<b>Fecha del llamado público a suscripción:</b>	9 de setiembre de 2016
<b>Moneda:</b>	Dólares
<b>Importe de la Emisión:</b>	USD 50.000.000 (en el tramo mayorista se colocaron USD 46.250.000 y en el tramo minorista USD 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)

## 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.

Al 30 de setiembre de 2018, TMF Uruguay AFISA presenta estados contables intermedios con informe de compilación. 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.

## Cuadro 1: Estado de Situación (en miles de \$)

Concepto	30/9/2018	31/12/2017	31/12/2016
<b>Activo</b>	<b>50.316</b>	<b>43.151</b>	<b>26.024</b>
Activo Corriente	3.486	1.752	2.367
Activo no Corriente	46.830	41.399	23.657
<b>Pasivo</b>	<b>36.780</b>	<b>33.069</b>	<b>16.706</b>
Pasivo Corriente	36.780	33.069	16.706
Pasivo no Corriente	-	-	-
<b>Patrimonio</b>	<b>13.536</b>	<b>10.082</b>	<b>9.318</b>
<b>Pasivo y Patrimonio</b>	<b>50.316</b>	<b>43.151</b>	<b>26.024</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>0,09</b>	<b>0,05</b>	<b>0,14</b>

Fuente: EE.CC TMF

## Cuadro 2: Estado de Resultados (en miles de \$)

Concepto	30/9/2018	30/9/2017	31/12/2017
Comisiones ganadas	7.931	4.061	6.712
Costo Servicios Prestados	(825)	(510)	(820)
<b>Resultado Bruto</b>	<b>7.106</b>	<b>3.551</b>	<b>5.892</b>
Gastos Administración y Vtas.	(3.550)	(2.721)	(3.968)
<b>Resultado Operativo</b>	<b>3.556</b>	<b>829</b>	<b>1.924</b>
Resultado Financiero	58	(123)	(792)
IRAE	(161)	(86)	(368)
<b>Resultado del Periodo</b>	<b>3.454</b>	<b>619</b>	<b>763</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 30/9/18, TMF Uruguay AFISA administraba cuatro fideicomisos financieros de oferta pública, incluyendo éste, operando en sectores diversos (forestal, agropecuario e inmobiliario) así como tres fideicomisos de administración o garantía. Posteriormente suma un nuevo fideicomiso financiero en el área agropecuaria.

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.

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.

### **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.

### **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 el ejercicio cerrado al 30/6/18. El mismo presenta un patrimonio contable positivo superior a USD 3 millones pese a que el ejercicio fue deficitario.

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 según EE CC del fideicomiso al 31/12/18 se presenta en los cuadros siguientes

**Cuadro 3: Estado de Situación del Fideicomiso (miles u\$s)**

Rubros	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016
<b>Activo</b>	<b>53.087</b>	<b>49.999</b>	<b>16.498</b>
Activo Corriente	1.685	17.632	15.262
Activo no Corriente	51.402	32.367	1.236
<b>Pasivo</b>	<b>2.223</b>	<b>570</b>	<b>13</b>
Pasivo Corriente	1.525	570	13
Pasivo no Corriente	699	-	-
<b>Patrimonio</b>	<b>50.864</b>	<b>49.429</b>	<b>16.485</b>
<b>Pasivo y Patrimonio</b>	<b>53.087</b>	<b>49.999</b>	<b>16.498</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>1,10</b>	<b>30,93</b>	<b>1.174,00</b>

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Puede comprobarse que el patrimonio contable es consistente con el capital integrado siendo ligeramente mayor. Fundamentalmente se explica por el valor de la tierra que a la fecha de cierre se estimó en USD 39.5 millones; el resto hasta completar el activo no corriente lo componen las mejoras incorporadas, fundamentalmente, la inversión en sistemas de riego.

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

Rubros	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016
Ingresos operativos	629	153	
Gastos de Administración	(582)	(633)	(68)
<b>Resultado Operativo</b>	<b>47</b>	<b>(481)</b>	<b>(68)</b>
Resultado Financiero	(5)	173	(7)
<b>Resultado antes IRAE</b>	<b>41</b>	<b>(308)</b>	<b>(75)</b>
IRAE	(756)	(78)	109
<b>Resultado del período</b>	<b>(714)</b>	<b>(386)</b>	<b>34</b>
Revaluación de tierra	2.150	-	-
<b>Resultado integral</b>	<b>1.436</b>	<b>(386)</b>	<b>34</b>

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Los resultados por el año 2018 son positivos, tanto los operativos como los alcanzados antes de impuestos pero sobre todo por la revaluación de la tierra. Puede observarse un incremento sensible en los ingresos operativos respecto al ejercicio anterior, aunque todavía por debajo de lo esperado.

Dadas las características del plan de negocios y en la etapa en que se encuentra, se considera razonable. 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. En el periodo informado continuaron las inversiones en infraestructura de riego (se realizaron obras por USD7.8 millones) lo que significa que todavía no ha transcurrido un ejercicio completo con todo el potencial productivo disponible.

#### 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 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 internacionales coinciden en que la recuperación de los precios en el mediano

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



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 incambiados, 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 la tierra regada y no regada. Para el caso concreto del Corn Belt, que podría ser un simil de nuestra

<sup>5</sup> Como ya fuera expuesto, en el primer campo adquirido se podrá 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 2018 Summary, setiembre de 2018, USDA

zona núcleo, las diferencia entre una tierra regada respecto de una sin riego es de un 38% en términos promedio para los últimos 5 años.

**Cuadro 5. Precio de la tierra regada y no regada en el Corn Belt de EEUU (dólares/ha)**

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

Fuente: elaborado en base a datos de USDA

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% 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 estimaciones esperadas en los incrementos de los precios de la tierra, ya que

<sup>7</sup> OCDE FAO. Perspectivas agrícolas 2018 – 2027 (julio 2018), USDA Agricultural projections to 2027 (febrero 2018) y World Bank Commodity Markets Outlook (octubre de 2018 con proyecciones a 2030).

si solamente se afectan los precios de los productos agrícolas la TIR apenas se reduciría a 6,7%.

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, situación que se verificará en todos los casos. 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:

<b>Cuadro 6. Resultados de las simulaciones realizadas (escenario adverso)</b>				
<b>Situación del primer año</b>	<b>Impacto en los ingresos</b>	<b>Tasa de evolución de las commodities</b>		
		<b>1,5%</b>	<b>2,5%</b>	<b>3,5%</b>
Sin riego	-20%	5,00%	5,20%	5,40%
Con riego	0%	5,10%	5,30%	5,50%

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 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 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.

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

El punto fundamental para el cálculo del WACC, cuando no existe endeudamiento, es la estimación de la retribución de los fondos propios. Para esto se utilizó el modelo de valoración CAPM (Capital Asset Pricing Model) y, siguiendo a 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

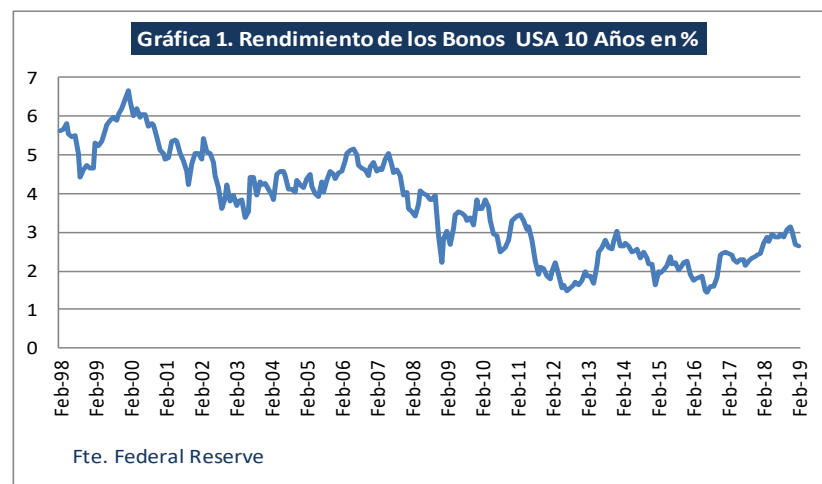
$\beta_{im}$ : Riesgo sistemático propio respecto del riesgo de mercado<sup>10</sup>

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 2,48%, y a febrero de 2019 se encuentra en 2,7%.

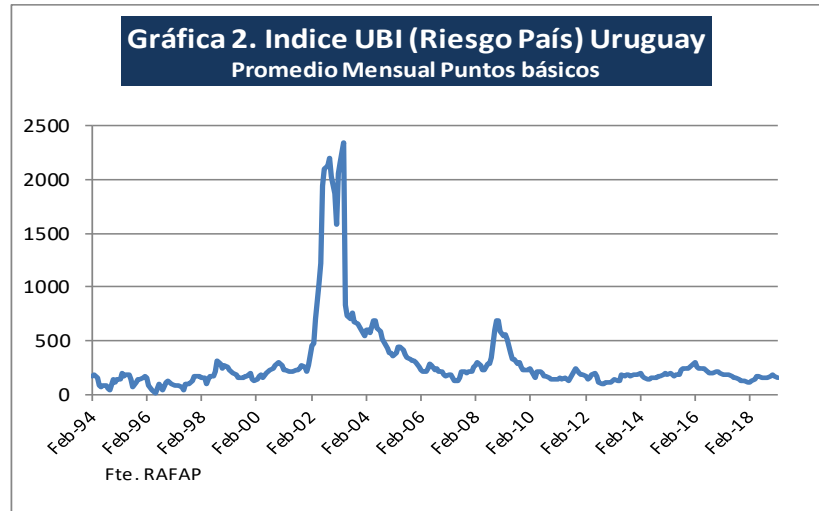


El rendimiento de estos bonos ha venido creciendo en los años más recientes, superando el 3% en los últimos meses de 2018, consecuencia del aumento de la tasa de la FED. Sin embargo en los primeros meses de 2019 el rendimiento de los bonos ha bajado y muchos analistas estiman que el incremento de las tasas de la FED ya se estaría atenuando. En consecuencia, en el corto plazo no se deberían esperar mayores crecimientos en las tasas de interés de los bonos y no resulta razonable esperar que las mismas alcancen niveles tan altos como en el pasado.

<sup>9</sup>. . 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

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.

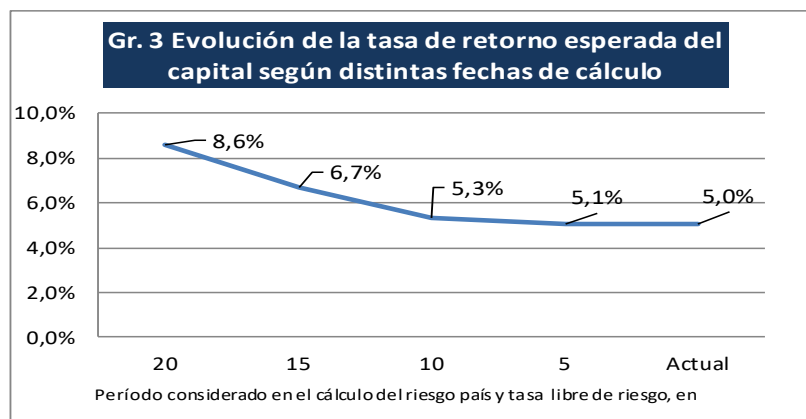


En esta ocasión y a la luz de estas discusiones, se calculó el  $E(r_f)$  en distintos escenarios (el parámetro “beta unlevered” de Damodaram ha bajado levemente desde la última actualización pasando de 0,52 a 0,48).

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 2,66% un valor menor al promedio de los últimos 20 o 15 años pero superior al de los años más recientes (10 años o menos). Para el riesgo país (índice UBI), se consideraron 162 puntos básicos, un valor sensiblemente más bajo que en el pasado reciente, pero que responde a la realidad actual.

Aplicando estos valores se llega a una tasa de retorno esperada para el capital propio del 5,0%. 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 muy 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 original comparada con la coyuntura actual.

El costo de oportunidad del capital propio ha aumentado en el pasado reciente como consecuencia del incremento en los retornos de los bonos del tesoro de EEUU (tasa libre de riesgo), no obstante aún está por debajo de los valores medios anteriores para períodos más largos y parecería estar estabilizándose. En este sentido interesa comparar los niveles actuales con los que cabía esperar con los valores promedio de los últimos 20, 15, 10 o 5 años. Puede verse claramente que si bien el costo de oportunidad ha aumentado recientemente, aún se mantiene por debajo de los valores esperados para períodos más largos.



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

A diciembre de 2018 se tasaron dos de los tres campos del fideicomiso, los cuales muestran 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 (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
<b>Total</b>	<b>5.918</b>		

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 de compra y arrendamiento, *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: 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; 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 materias primas y alimentos y d) el conflicto comercial entre Estados Unidos y China puede llegar a modificar las reglas de juego del comercio de muchos productos, entre ellos la soja.

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-alimenticios

La trayectoria esperada de los precios de los productos agrícolas afectan 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.

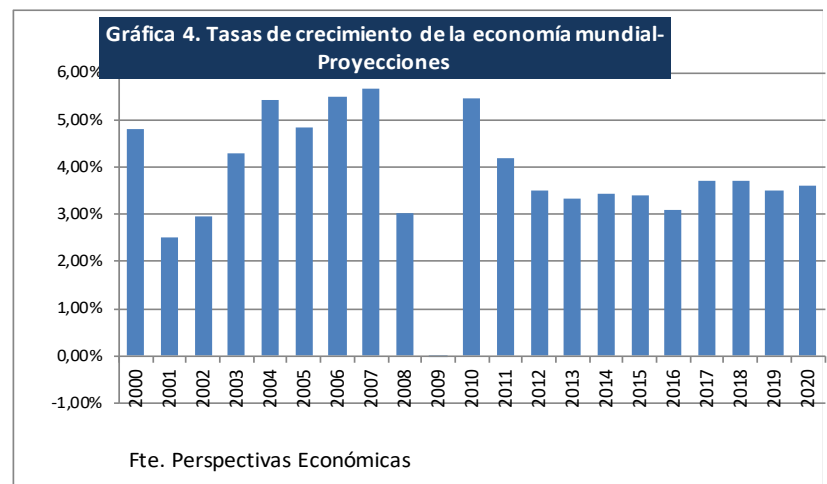
Los precios agrícolas mostraron un fuerte aumento en sus valores a partir de 2005 para alcanzar sus máximos valores entre 2007-2009. La producción respondió rápidamente a los estímulos del mercado alcanzando en el año 2017 los mayores niveles para prácticamente todos los cereales, carnes y lácteos. Al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

Se prevé que el debilitamiento del crecimiento de la demanda se va a mantener durante la próxima década. La población será el principal impulsor del aumento del consumo, aunque se espera una menor tasa de crecimiento demográfico. Asimismo se espera que el consumo per cápita de muchos productos permanezca estable, esto sería particularmente válido para productos básicos como los cereales, cuyos niveles de consumo ya son elevados en muchos países. Para el caso de cereales y oleaginosos la principal fuente de demanda será para forraje, probablemente de China como en el pasado reciente, aunque a una tasa de decrecimiento menor.

Al no estar presente aquel fuerte crecimiento de la demanda que impulsó el precio de los alimentos y teniendo en cuenta los altos niveles de existencias actuales, parece razonable esperar que los precios de los productos agrícolas básicos se mantengan bajos y sería poco probable un repunte en los próximos años.

Las previsiones para el comportamiento de la economía mundial para los próximos años son de un crecimiento moderado (3,5-3,6%).



El Informe sobre las perspectivas de la economía mundial del FMI de enero de 2019, confirma que *“La expansión mundial se ha debilitado. Se estima que en el 2018 el crecimiento mundial fue de 3,7%, conforme a lo pronosticado en la edición de octubre de 2018, a pesar del desempeño más flojo de algunas*

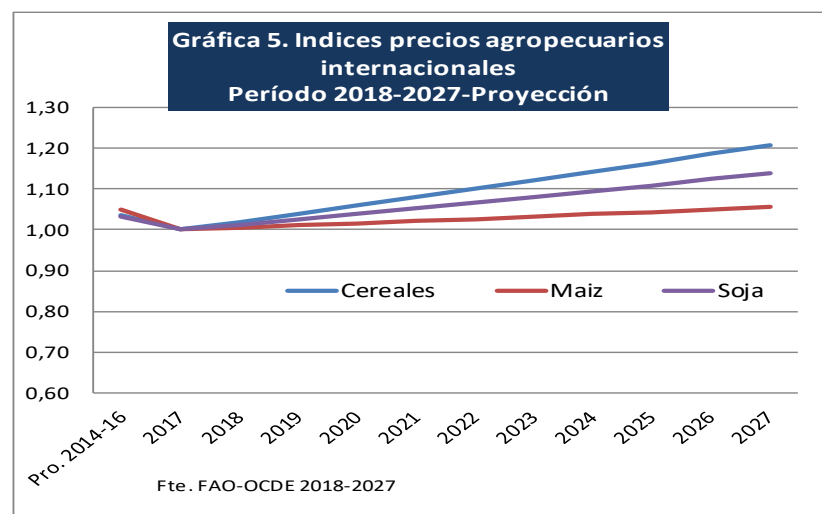


economías, particularmente de Europa y Asia. Se proyecta que la economía mundial crezca 3,5 en 2019 y 3,6 en 2020, es decir 0,2 y 0,1 puntos porcentuales menos que lo proyectado en octubre pasado". También alerta de que los riesgos para el crecimiento mundial se inclinan a la baja, y ello podría ser consecuencia de la posibilidad de ocurrencia de alguno de los siguientes factores: un posible recrudescimiento de las tensiones comerciales; el agravamiento de los problemas financieros y de deuda de algunos países, problemas derivados de la salida del Reino Unido de la Unión Europea; o de una desaceleración más importante de lo previsto en China.

Las perspectivas del Banco Mundial, OCDE - FAO y el USDA<sup>11</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 caerían en términos reales.

La última publicación anual de FAO-OCDE Agricultural Outlook 2018-2027, dice que "una década después del brusco aumento de los precios de los alimentos de 2007-08, las condiciones en los mercados agrícolas mundiales son ahora muy diferentes. La producción ha crecido notablemente en todos los productos básicos y en 2017 alcanzó los mayores niveles registrados para la mayoría de los cereales, tipos de carne, productos lácteos y pescados, mientras que las existencias de cereales alcanzaron máximos históricos. Al mismo tiempo, el crecimiento de la demanda comenzó a debilitarse. Gran parte del impulso a la demanda durante la última década provino del aumento de los ingresos per capita en la República Popular China, que estimuló la demanda del país de carne, pescado y piensos. Esta fuente de crecimiento de la demanda se está desacelerando, pero las nuevas fuentes a escala mundial no son suficientes para mantener el crecimiento general. Como resultado, se espera que los precios de los productos agrícolas básicos se mantengan bajos. Los altos niveles de existencias actuales también hacen poco probable un repunte en los próximos años"<sup>12</sup>.

En esta misma publicación se presenta una proyección de precios al 2027, en donde los aumentos nominales anuales serían de 1,5% para soja y de 2,0% para maíz y trigo.



<sup>11</sup>. OCDE-FAO. Perspectivas agrícolas 2018 – 2027 (julio 2018), USDA Agricultural projections to 2027 (febrero de 2018) y World Bank Commodity Markets Outlook (Octubre 2018 con proyecciones a 2030).

<sup>12</sup>. 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.

Por su parte, el Banco Mundial actualiza periódicamente su proyección de precios de las commodities. La última actualización es de octubre de 2018, muestra cómo los precios de todos los rubros se espera tengan un leve crecimiento en dólares corrientes hasta 2030, aunque a tasas bajas, en el entorno del 2% anual para maíz y soja y 1% para trigo.

El USDA también espera incrementos en los precios corrientes, pero menores a la inflación esperada, excepto para el caso del trigo. Los tres organismos proyectan aumentos de precio positivos en dolares 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%	2,2%	0,3%
Trigo	0,6%	1,1%	2,7%

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

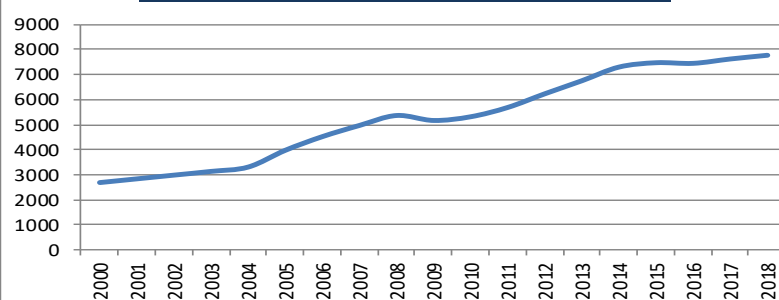
### 5.3 El precio de la tierra

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. En este caso se actualiza el comportamiento de los precios en diferentes países considerados de importancia

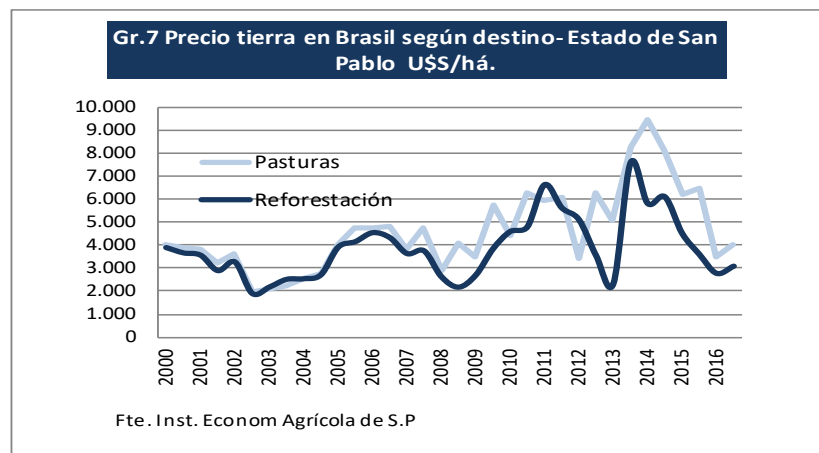
En lo que respecta, en particular al precio de la tierra en Estados Unidos, en lo que va del siglo XXI se observa una continua fase ascendente, con alguna excepción (2009 y 2015) en donde se verificaron mínimas reducciones, pero que no modifican la tendencia. El precio en Estados Unidos cayó únicamente en los primeros años de la década del ochenta ante el cambio de la política monetaria denominado "Plan Volker" 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%.

**Gráfica 6. Precio de la tierra en USA - U\$S /há.**



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 2018, 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 5).

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.

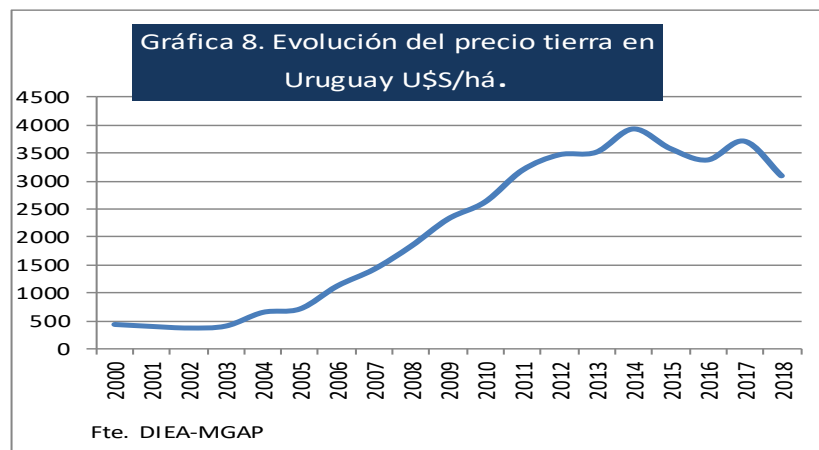


En Argentina, el precio de la tierra agrícola (de muy buena calidad), aumentó desde 1956 (USD557 la Ha.) a enero de 2008 (USD10.000 la Ha.) a un ritmo promedio de 3,5 % acumulativo anual en términos reales, o sea descontando la inflación del dólar. Dicho crecimiento continuó hasta fines del 2011 (con 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 y los cambios en las políticas económicas generaron expectativas para el comienzo de una recuperación en los valores, lo aún no ha ocurrido, explicado por la particular coyuntura económica con sus efectos sobre el tipo de cambio, la inflación y las expectativas de los inversores. Los periódicos desajustes macroeconómicos de la Argentina generan dificultades para la construcción de series de precios de la tierra confiables. En particular, en este año hay muy pocos negocios y los mismos no permiten conocer lo que está ocurriendo en el mercado de tierras.

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 para el 2017 DIEA reportó un aumento de un 10% en el valor de la tierra mientras que para el primer semestre de 2018 la misma oficina da cuenta de una reducción de un 17% en el precio promedio de la hectárea media del país. En la Serie "Precio de la Tierra" Compraventas Primer Semestre 2018, publicado en enero de 2019 por DIEA, se informa de una reducción de un 17% en los precios, pero el propio documento aclara que si se analizan las transacciones de más de 1.000 hectáreas y se estudia su destino se puede observar "que para el primer semestre del 2017 la distribución de rubros fue un 88% forestal, 6% ganadero y 6% agrícola-ganadero; mientras que para el primer semestre de 2018 fue de 66% forestal, 23% ganadero y 11 agrícola-ganadero. El aumento en la comercialización de campos de aptitud ganadera en estas operaciones de superficie significativa explicaría parte del descenso en el precio promedio".

El escaso número de transacciones verificado en los últimos años genera algunas dudas en cuanto al mantenimiento de estas tendencias, lo que deberá ser corroborado en los siguientes años.

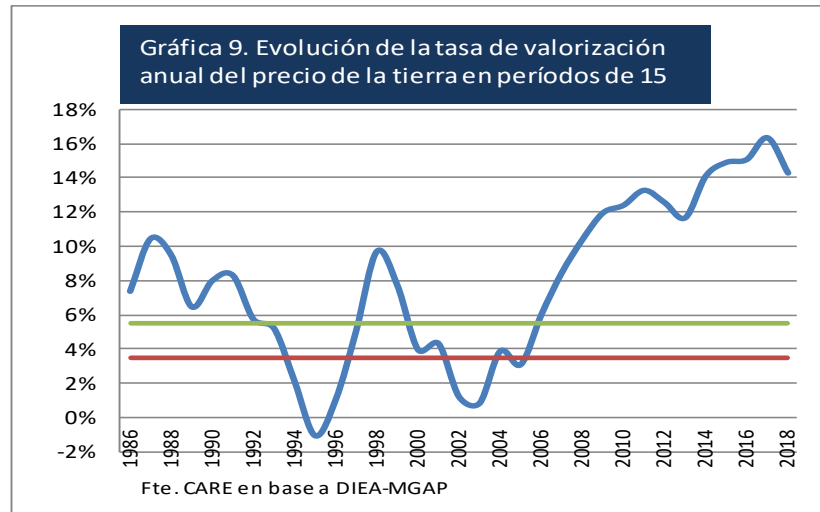


La valorización del precio de la tierra es un componente muy importante de ingreso final del fideicomiso (75%) por lo que lo que finalmente ocurra con su comportamiento tendrá una contribución sustancial con el retorno final de la inversión. El modelo financiero supuso una valorización acumulativa anual 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 2018) 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 8,0%.

- 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 muy desfavorable



#### 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>12</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. Adrián Tamber

<sup>12</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.**