

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

Montevideo, marzo de 2022

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

Calificación de Oferta Pública 14 - marzo - 2022

Denominación:	Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas
Fiduciario:	TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A.
Fideicomitente/Operador:	Bearing Agro
Agente de Registro y Pago:	TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A.
Entidad Representante:	Bolsa de Valores de Montevideo.
Títulos emitidos:	Certificados de participación
Moneda:	Dólares americanos
Importe de la emisión:	USD 50.000.000 (cincuenta millones de dólares).
Plazo :	15 años
Fecha de emisión:	9 de setiembre de 2016
Distribuciones:	Bianuales, con vencimientos el 15 de abril y el 15 de setiembre de cada año, cuando corresponda.
Activos del Fideicomiso:	Inmuebles rurales, infraestructura de riego, arrendamientos, entre otros.
Calificación de Riesgo:	BBB. uy
Vigencia de la calificación	30 de noviembre de 2022
Comité de Calificación:	Julio Preve, Martín Durán y Adrián Tamber.
Manual utilizado:	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros.

¹. 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, tal como fuera analizado en el informe jurídico que se adjuntó en la primer calificación.
- Los informes del operador (Bearing Agro), muestran que los avances logrados están razonablemente alineados con el plan de negocios propuesto. En ese sentido, la empresa sigue mostrando capacidad de llevar adelante el proyecto. Se destaca que la misma empresa se encuentra administrando una segunda operación a través de una construcción financiera muy similar a ésta, que también viene siendo calificada por CARE.
- Un negocio que desde el punto de vista económico-financiero para el inversor, soportó los stresses ajenos al negocio a los que razonablemente la emisora y la calificadora sometieron el proyecto en oportunidad de la calificación original. En esta oportunidad se presenta una nueva actualización del flujo financiero a diciembre de 2021 con información real hasta el segundo semestre de 2021 proyecta una TIR del 4,7%, según la hipótesis más probable a juicio de CARE. Ese valor es menor a la estimada en el prospecto, pero se mantiene dentro de rangos razonables para la calificadora.
- 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 ha culminado la etapa de inversiones en campos y riego. El Fideicomiso tiene tres establecimientos por un total de unas 5.900 has, de las cuales se riegan aproximadamente 2.300 hectáreas de maíz y soja. El proyecto original suponía la compra de unas 6.800 hectáreas lo cual no pudo cumplirse porque el precio de la tierra fue mayor al proyectado. En consecuencia las superficies sembradas y la producción que se viene obteniendo se encuentran por debajo de lo obtenido en el prospecto.
- La zafra de verano 20/21 se desarrolló bajo una severa sequía a nivel regional, lo que tuvo un efecto directo muy importante en los rendimientos, especialmente en aquellos cultivos que se desarrollaron sin riego. En contrapartida, el aumento internacional de los precios y la aplicación de la renta mínima permitieron amortiguar en parte los ingresos esperados del Fideicomiso. En la campaña de invierno 21/22 se sembraron cultivos de colza, cebada, trigo y avena negra, los rendimientos en este caso fueron buenos, obteniéndose resultados satisfactorios de producción y lográndose altos precios, superiores a las proyecciones realizadas. La campaña de verano 21/22 (soja y maíz), se proyecta para un año seco, lo que finalmente no ocurrió. En consecuencia se esperan buenos rendimientos para ambos

cultivos y seguramente también precios mayores a los proyectados al inicio de la zafra. Las superficies ganaderas y forestales (Montes del Plata) están también bajo explotación por parte de los arrendatarios.

- A octubre de 2021 se presenta una nueva tasación de los campos del fideicomiso, y considerando la tierra más las mejoras en riego el valor total ascendió a 56,63 millones de dólares, un 2,51% más alto que en el año anterior. Este valor contribuye a explicar que el patrimonio del fideicomiso sea mayor a la emisión.
- Las perspectivas de corto plazo para las commodities agrícolas siguen siendo auspiciosas, habiéndose alcanzado valores que no se observaban desde mediados del año 2014. Los precios aumentaron a partir del segundo semestre del año 2020, de la mano de un incremento en la demanda de China (en soja y maíz básicamente), una menor oferta y una reducción de los stocks. Las magras cosechas de granos que se esperan en Brasil, Argentina y Paraguay, sumado al conflicto bélico entre Ucrania y Rusia, agregan mayor presión sobre el mercado de las commodities alimenticias, especialmente en las agrícolas, y en menor medida en la carne y los lácteos. Si bien para el corto y mediano plazo las perspectivas son auspiciosas, para el largo plazo se espera que los aumentos previstos en la productividad y la desaceleración del crecimiento de la demanda mantengan estables los precios de referencia reales de los productos básicos agrícolas hasta 2030. Para el caso de la carne bovina, las perspectivas de corto plazo también resultan auspiciosas y las de largo plazo coinciden con las de los productos de la agricultura. Estas proyecciones de los precios a largo plazo están sujetas a incertidumbre, y no eliminan la realidad de las alzas a corto plazo y la volatilidad de los precios, como es el aumento actual de los precios mundiales de los productos alimentarios básicos.
- El mercado de tierra agrícola, presenta para el largo plazo tendencias de incremento en sus precios, aunque a tasas menores a las proyectadas en años anteriores. No obstante, para el corto y mediano plazo podría verificarse un nuevo ciclo alcista en los valores nominales de la tierra, por encima de la tendencia de largo plazo. Esto sería como consecuencia de la suba en los precios de las commodities, la caída del precio de la tierra en los últimos años, el debilitamiento del dólar y las bajas tasas reales de interés; más allá de la actual volatilidad de estos dos últimos puntos.
- En cuanto a las políticas públicas sectoriales, no se perciben riesgos en este sentido.

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 vinculan estrictamente con la obtención de estas cifras. En efecto, no se trata en este caso de una emisión con compromiso de rentabilidad fijo. Por tanto la nota no depende estrictamente del alcance de las Tasas Internas de Retorno calculadas en el proyecto ni de los costos de oportunidad del capital de los inversores. En definitiva, la nota sigue entre otros criterios el cumplimiento del proyecto y el alcance de una rentabilidad mínima que se juzgue aceptable en ocasión de cada recalificación.

CARE Calificadora de Riesgo es una calificadora con registros y manuales aprobados por el Banco Central del Uruguay a partir del 3 de abril de 1998. Califica conforme a su metodología oportunamente aprobada por dicha autoridad, seleccionando los profesionales necesarios para integrar en cada caso el comité de calificación, el que juzga en función de sus manuales. Estos, su código de ética, registros y antecedentes se encuentran disponibles en el sitio web: así como en el del regulador: www.bcu.gub.uy. El comité de calificación estuvo integrado en este caso por Julio Preve, Adrián Tambler y Martín Durán Martínez. El análisis de las contingencias jurídicas fue realizado por el Dr. Leandro Rama Sierra².

Esta calificación, tiene vigencia hasta el 30 de noviembre de 2022, sin perjuicio de la aparición de hechos relevantes que justifiquen una revisión antes de esa fecha.

2. Antecedentes generales y hechos salientes del período

2.1. *Antecedentes generales*

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

². Disponible en la calificación original, www.care.com.uy

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

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 de aparcerías y en menor medida por arrendamiento de esas tierras, siguiendo protocolos de inversión y administración.

El plazo del fideicomiso es de 15 años, pudiendo extenderse por tres años más.

Las principales características del proyecto son:

- Administración a cargo de Bearing Agro S.A, una compañía con probada habilidad, en la administración de inmuebles destinados a la actividad agrícola, con especialidad en riego.
- Se adquirieron aproximadamente 5.900 hectáreas en tres establecimientos, habiéndose ya culminado la etapa de compra de campos.
- Respecto del ingreso bruto total estimado, y para valores promedios de la tierra y de los productos agrícolas de las diferentes simulaciones, aproximadamente un 75% correspondería a la venta de la tierra al final del proyecto, y un 25 % a los ingresos por aparcería.
- En mayo de 2017 se tomó posesión del primer campo (Las Acacias) con una superficie de 1.730 has. En ese predio se instalaron 10 pivots y se está regando desde la zafra 2018/19
- El 31 de mayo de 2018 se tomó posesión del segundo predio (Santa Elena) también ubicado en Soriano y con una superficie de 2.768 has. En ese predio se han instalado 14 pivots y se comenzó a regar en diciembre de 2019.
- El tercer predio (Selva Negra) tiene una superficie de 1.400 hectáreas, habiéndose tomado posesión del mismo el 31 de mayo de 2018. En este predio se instalaron 9 pivots y se comenzó a regar en zafra 20/21.

La superficie ganadera es explorada por terceros, siendo la superficie total destinada a esta actividad de 1.296 hectáreas entre los tres predios. Asimismo, en dos de los predios hay áreas destinadas a la forestación (293 has), actividad que es realizada a través de un arrendamiento a la empresa Montes del Plata. En todos los casos ya hay contratos firmados.

En lo referente a las obras de infraestructura y riego en los campos las inversiones ya han culminado.

En noviembre de 2020 se realizó una asamblea de beneficiarios a los efectos de aprobar una modificación del contrato de Fideicomiso, lo que fuera aprobado por unanimidad. Las principales modificaciones refieren a la remuneración de los contratos de aparcería en los cultivos de invierno que podrá acordarse en cada oportunidad y la autorización a realizar arrendamientos agrícolas con terceros.

El 6 de abril de 2021 se realizó una asamblea de beneficiarios en la cual se acordó que el Fideicomiso contratara en forma directa el arrendamiento de algunas áreas ganaderas y también el casco de uno de los establecimientos.

2.2. Hechos salientes del Período

- En la zafra de cultivos de verano 20/21 se sembraron unas 1.700 hectáreas de soja. Los rendimientos fueron muy variables en los cultivos regados ya que en dos de los tres predios faltó el agua y ante un año muy seco los cultivos se vieron afectados. Las sojas de secano lograron muy magros rendimientos, especialmente las de segunda. El promedio de rendimientos para la totalidad de la soja, fue de 1,49 toneladas por há. También se sembraron en el verano 20/21 unas 1.300 hectáreas de maíz. La falta de agua en las represas obligó a realizar riegos intermitentes lo que no permitió expresar el potencial del cultivo. El promedio de rendimientos fue de 7,59 toneladas por hectárea.

Cuadro 1: Área de cultivos de verano y rendimientos de la zafra 20/21

Cultivo	Hás	Rendimiento tt/ha	Ventas USD	Renta Agrícola USD
Soja	1.720	1,49	1.125.780	475.174
Maiz	1.309	7,59	2.057.022	349.312
TOTAL	3.029		3.182.802	824.486

Fuente: El operador

- El ingreso total del Fideicomiso por concepto de renta agrícola por los cultivos de verano fue de casi 825 mil dólares, un valor por debajo de lo esperado como consecuencia de la sequía del verano 20/21. Cabe acotar, que la renta se fijó en función de los kilos base por hectárea prevista para cada cultivo: 1.200 kilos por hectárea de maíz y 600 kilos por hectárea de soja, ya que los ingresos a percibir equivalentes a 23% de la producción resultaba inferior a la base mínima establecida en el contrato.
- En el año 2021, en lo que refiere a cultivos de invierno el operador plantó colza, cebada, trigo y avena para semilla; en un total de 684 hectáreas. También se plantaron 141 há de trébol rojo con destino a la obtención de semilla para la exportación en contraestación a Francia. En el resto del área agrícola se realizó un cultivo de cobertura (puente verde). En el siguiente cuadro se presentan las áreas cultivadas y los rendimientos obtenidos.

Cuadro 2: Uso de suelo en hectáreas en la campaña invierno 2021/22

Cultivo	Hás	Rendimiento tt/ha	Ventas USD	Renta Agrícola USD
Cebada	205	4,73	235.033	42.343
Colza	202	2,04	252.924	52.756
Trigo	162	4,67	36.760	17.460
Avena	114	0,90		35.524
Trebol Rojo	141	0,10		43.992
TOTAL	824		524.717	192.075

Fuente: El operador

- Se destacan los muy buenos rendimientos de trigo y cebada (en el entorno de los 4,7 tt/ha) y de colza (más de 2 tons/ha). El ingreso total del Fideicomiso por concepto de renta agrícola por los cultivos de invierno fue de aproximadamente 192 mil dólares. Este mejor comportamiento de los ingresos de los cultivos de invierno, no logra revertir los menores ingresos del fideicomiso ya que su composición en los ingresos del año son muy menores a los de los cultivos de verano.
- La última tasación de los campos del Fideicomiso a octubre de 2021, mostró un aumento del 2,51% respecto del año anterior. El valor de los campos según la última tasación, es de 56,63 millones de dólares, y se mantiene por encima de la emisión.

1. Información analizada

La información analizada fue la siguiente:

- Información de carácter general y sectorial, de fuentes nacionales e internacionales, citadas en la realización de las Secciones IV y V, como notas al pie.
- Informes del aparcero/operador al 31 de diciembre de 2021
- Tasaciones a octubre de 2021
- Flujo Financiero ajustado al 31/12/2021
- Informes de cosecha del comité de vigilancia.
- Estados Contables del Fiduciario al 30/06/2021³.
- Estados Contables del Fideicomiso al 31/12/2021⁴.
- Estados Contables de Bearing Agro al 30/06/2021.

³. Si bien se dispone de los EE.CC intermedios a setiembre de 2021 se prefiere, por considerarlos más representativos, los EE. CC al cierre del primer semestre.

⁴. CARE debe aún recibir versión 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

Denominación:	Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas
Fiduciario:	TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A.
Operador:	Bearing Agro S.A.
Agente de Registro y Pago:	TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A.
Entidad Representante:	Bolsa de Valores de Montevideo.
Cotización bursátil:	Bolsa de Valores de Montevideo.
Títulos emitidos:	Certificados de participación
Activos del Fideicomiso:	Inmuebles rurales, infraestructura de riego, aparcería, entre otros.
Fecha del llamado público a suscripción:	9 de setiembre de 2016
Moneda:	Dólares
Importe de la Emisión:	USD 50.000.000 (en el tramo mayorista se colocaron USD 46.250.000 y en el tramo minorista USD 3.750.000)
Plazo:	15 años
Distribuciones:	Bianuales, con vencimientos el 15 de abril y el 15 de setiembre de cada año.
Calificación de Riesgo:	BBB. uy

2. 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). El mismo procura descartar cualquier eventualidad de conflictos derivados por ejemplo de la construcción jurídica, los contratos respectivos, el cumplimiento con las 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.”

3. Riesgos considerados

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

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

III. LA ADMINISTRACIÓN

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

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

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

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

TMF Uruguay

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

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

Un resumen de los principales rubros del estado de situación y resultados intermedios al 30/6/21 y su comparativo con ejercicios anteriores se presenta en los cuadros siguientes.

Cuadro 3. Estado de Situación (en miles de \$)

Concepto	30/6/2021	31/12/2020	31/12/2019
Activo	118.120	110.882	85.019
Activo Corriente	7.637	3.734	5.306
Activo no Corriente	110.483	107.148	79.713
Pasivo	100.365	94.986	71.187
Pasivo Corriente	30.910	23.878	71.187
Pasivo no Corriente	69.455	71.108	-
Patrimonio	17.756	15.895	13.831
Pasivo y Patrimonio	118.120	110.882	85.019
Razón Corriente	0,25	0,16	0,07

Fuente: EE.CC TMF

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

Concepto	30/6/2021	30/6/2020	31/12/2020
Ingresos operativos	12.983	10.230	22.378
Costo Servicios Prestados	(2.041)	(1.633)	(3.592)
Resultado Bruto	10.942	8.598	18.786
Gastos Administración y Vtas.	(5.926)	(4.809)	(11.494)
Resultado Operativo	5.016	3.789	7.292
Resultado Financiero	(1.489)	10	(2.817)
IRAE	(1.666)	(1.511)	(2.412)
Resultado del Periodo	1.861	2.287	2.063

Fuente: EE.CC TMF

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

Al 30/6/21, TMF Uruguay AFISA administraba varios fideicomisos financieros que operan en diversas áreas y varios fideicomisos de administración y garantía. Su actividad en Uruguay es creciente lo que se refleja en la facturación.

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

2. Bearing Agro S.A.

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

y visitas realizadas oportunamente, tanto del Comité de Calificación como del técnico contratado a estos efectos., pero fundamentalmente a través de la experiencia de haber calificado esta y otra operación totalmente análoga a ésta cuya emisión autorizada (aunque aún no totalmente integrada) es de u\$s 150 millones. Ambos, hasta la fecha, vienen cumpliendo satisfactoriamente con su plan de negocio.

Todos estos aspectos, que incluyeron 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.

Bearing, en tanto sponsor del proyecto, es también Fideicomitente comprometiéndose a aportar hasta u\$s 3.75 millones lo que ya ha integrado en tiempo y forma. En el otro fideicomiso mencionado, su compromiso es adquirir CP's por un monto mínimo de u\$s 5.625.000 según se vaya emitiendo.

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

En lo sustancial sigue incambiada su estructura administrativa y técnica.

Situación económico financiera

La firma cierra ejercicio el 30 de junio de cada año siguiendo la lógica de los ejercicios agropecuarios. El último balance que CARE tuvo a la vista corresponde al ejercicio cerrado el 30/6/21 con informe de auditoría. Presenta un resultado positivo y la situación patrimonial continúa siendo sólida.

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 razonablemente de acuerdo a lo previsto.

El Fideicomiso⁵

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.

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. La emisión fue totalmente integrada y las inversiones propuestas culminadas, por lo que el Fideicomiso se encuentra en la etapa de gestión de las mismas.

El estado de situación y resultados según EE CC del fideicomiso al 31/12/2021 se presenta en los cuadros siguientes

⁵. Se hace notar que la situación de pandemia que se atraviesa podría afectar, en el corto plazo, el valor de activos relevantes para el Fideicomiso como es el caso de la tierra. No obstante, tratándose de un plan de negocios a 15 años, se estima que eventuales oscilaciones de los valores en el corto plazo no necesariamente habrían de incidir en los valores al momento de su liquidación.

Cuadro 5: Estado de Situación del Fideicomiso (miles USD)

Rubros	31/12/2021	31/12/2020	31/12/2019
Activo	57.654	56.242	58.887
Activo Corriente	692	630	1.908
Activo no Corriente	56.962	55.612	56.979
Pasivo	3.688	4.081	6.149
Pasivo Corriente	276	326	2.208
Pasivo no Corriente	3.412	3.755	3.942
Patrimonio	53.966	52.161	52.737
Pasivo y Patrimonio	57.654	56.242	58.887
Razón Corriente	2,51	1,93	0,86

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Puede comprobarse, una vez más, que el patrimonio contable es consistente con el capital integrado y los resultados obtenidos, superando el monto de la emisión recibida.

El portafolio de inversiones no se ha modificado y sigue constando de tres establecimientos (11 padrones), todos ellos ubicados en el Departamento de Soriano y que totalizan unas 5.900 hectáreas.

En esta ocasión, al tratarse del cierre del ejercicio anual, los inmuebles fueron nuevamente tasados arrojando un mayor valor respecto al año anterior de casi USD 1.4 millones que figuran en el Activo no Corriente.

Cuadro 6: Estado de Resultados del Fideicomiso (miles USD)

Rubros	31/12/2021	31/12/2020	31/12/2019
Ingresos operativos	1.157	1.521	812
Valuación propiedades	1.389	(1.286)	3.970
Costo de ventas	-	(424)	
Resultado Bruto	2.546	(189)	4.782
Gastos de Administración	(422)	(432)	(470)
Resultado Operativo	2.124	(621)	4.312
Resultado Financiero	(9)	120	(85)
Resultado antes IRAE	2.115	(501)	4.227
IRAE	(310)	(75)	(1.817)
Resultado del período	1.805	(576)	2.410

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Los ingresos operativos del ejercicio son algo menores a los del ejercicio anterior pero los resultados son mejores en virtud del mayor valor registrado en los inmuebles. Este tema es analizado en otra sección.

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 Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas fue constituido con el objeto de adquirir inmuebles rurales en las zonas de mejores tierras del país, 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. 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.

En esta oportunidad se presenta un nuevo ajuste en el modelo financiero, al 31 de diciembre de 2021.

Los supuestos utilizados en la última proyección fueron los siguientes:

- Se consideró la inversión real, y los resultados efectivos hasta el 31 de diciembre de 2021.
- Estimación completa de gastos.
- Los precios y los rendimientos esperados a juicio de CARE resultan razonables
- El crecimiento esperado en el precio de los commodities se supuso en un 5% nominal.
- Un aumento del precio de la tierra del 5,5% anual.
- Bajo estos supuestos, la TIR del inversor se ubicaría en 6,18%.

Un aumento sostenido en los precios de los commodities del 5% al igual que un incremento del 5,5% en el precio de la tierra parece para CARE optimista a la luz de lo ocurrido en los años más recientes y comparándolo con las perspectivas de mediano y largo plazo que reportan las fuentes internacionales habitualmente consultadas por CARE.

Para CARE un valor razonable de incremento anual del precio de la tierra debería contemplar a la inflación americana histórica (1,5 a 2%) más el incremento en la productividad de la tierra (aproximadamente un 2%), por tal motivo el incremento de largo plazo en el precio de la tierra podría ubicarse entre 3 y 4%, sin contar la valorización debida a la incorporación de la infraestructura de riego. Los actuales guarismos de inflación en Estados Unidos no ameritan aún un cambio en los conceptos expresados líneas arriba.

Asimismo, a juicio de CARE proyectar un 5% de incremento en los precios de los productos agrícolas y de esta forma determinar la evolución del ingreso por aparcerías, es más alto que el esperado por las diversas fuentes consultadas⁶. Los principales analistas internacionales coinciden en que la recuperación de los precios en el mediano plazo apenas si alcanzarían a compensar la inflación norteamericana histórica (entre 1 y 2%). 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%.

⁶ FAO-OCDE, USDA y Banco Mundial, Ver Capítulo V.

Por otro lado cabe destacar que no habrá vacancia en cuanto a 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.

En este sentido, se realizaron diversas sensibilizaciones por parte de CARE, a los efectos de analizar en qué medida una menor o nula valorización del precio de la tierra o del valor de los arrendamientos afectarían el retorno del inversor.

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

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.

El flujo financiero arrojó una Tasa Interna de Retorno para el inversor de 6,18% en el escenario base (5,5% de aumento del precio de la tierra y 5% de aumento de precios agrícolas). Los supuestos de rendimientos esperados son compartibles⁷, pero los incrementos en el precio de la tierra y de los productos agrícolas, como ya se comentó en principio parecen optimistas.

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. Como se expresa en el cuadro 11 de la Sección V la bibliografía internacional muestra ejemplos de la existencia de diferencias importantes entre los valores de las tierras regadas y las no regadas, del orden del 30-40% (USDA)⁸. No existe información nacional al respecto.

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. En este sentido, 3% de incremento anual solo de la productividad física, podría ser alto, pero podría aceptarse ese porcentaje considerando una combinación de incrementos de precio y rendimiento.

2.1 Análisis de sensibilidad bajo diferentes variaciones de precios de la tierra y de los productos

En el siguiente cuadro se expone la respuesta del retorno del inversor según variaciones en las proyecciones de precio de los granos y de evolución del precio de la tierra, en el entendido que esas son las principales variables que afectan la rentabilidad. Por otra parte, el plan de negocios intenta acotar otras variables de riesgo como la variabilidad de los precios y los eventos climáticos, a través de instrumentos de cobertura de precios para reducir su volatilidad y la contratación de seguros ante eventos climáticos adversos.

⁷. En la zafra de verano 20/21, no se lograron los rendimientos proyectados ya que no se contó con el agua suficiente para regar en una temporada particularmente poco lluviosa. No obstante, los precios de mercado estuvieron por encima de lo esperado, con lo que el ingreso bruto no se vio afectado de la misma manera.

⁸. Land Values 2021 Summary, Agosto de 2021, USDA

Cuadro 7. Sensibilidad de la TIR a la tasa de crecimiento anual del precio de la tierra y de los granos

Variación del precio de la Tierra	Variación del precio de los granos			
	0,00%	2,00%	3,00%	4,00%
0,0%	1,4%	1,6%	1,7%	1,8%
2,0%	3,0%	3,1%	3,2%	3,3%
3,0%	3,8%	3,9%	4,0%	4,1%
4,0%	4,6%	4,7%	4,8%	4,9%
5,5%	5,9%	6,0%	6,1%	6,1%

Fuente: CARE en base al Modelo financiero

Se observa que en el escenario más desfavorable, (con una valorización nula en los precios de la tierra y en los de los granos), la TIR del inversor se situaría en 1,4%. Vale la pena mencionar que este escenario es de muy baja probabilidad, ya que el precio de la tierra ha evidenciado en Uruguay una tendencia de largo plazo creciente; además hoy el valor de la tierra es mayor a la emisión o sea que debería mostrar una tasa negativa de crecimiento para el futuro. Para el caso de los precios los especialistas coinciden en que si bien los precios de los granos se mantendrán estables, habrá seguramente en todos los casos incrementos moderados, aunque probablemente por debajo de la inflación histórica de EEUU. (véase la Sección V); por lo que un panorama de mantenimiento de los precios nominales sería muy poco probable.

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.

El escenario más probable, como ya fuera comentado podría suponer un aumento de un 4% en los precios de la tierra (considerando que son tierras irrigadas) y un 2% en los ingresos; este escenario arrojaría una TIR del 4,7%.

2.2 Nueva estimación del Costo de Oportunidad del Capital

El costo de oportunidad del capital teóricamente pone un piso a la rentabilidad esperada de un proyecto y es el indicador clave para descontar los flujos de fondos esperados. En este sentido CARE realizó una actualización de la estimación del costo de oportunidad del capital, utilizando el modelo de valoración CAPM (Capital Asset Pricing Model) y, siguiendo a Damodaran⁹ se adicionó a éste una prima que contempla el riesgo específico del mercado en el que se ejecuta el proyecto (se consideró el riesgo país en este caso). 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:

β_{im} : Riesgo sistemático propio respecto del riesgo de mercado¹⁰.

r_f : tasa libre de riesgo (Treasury Bonds USA)

$E(R_m) - R_f$: Prima de Riesgo del mercado. Es el premio por el riesgo específico al mercado en que opera el proyecto (La diferencia del rendimiento de los títulos de renta variable¹¹ y la tasa libre de riesgo)

⁹. A. Damodaran, "Estimating Equity Risk Premiums" Stern School of Business.

¹⁰ Se consideraron los betas promedio de empresas de producción primaria de bienes agrícolas en mercados emergentes según A. Damodaran. Para el promedio de los últimos años. Enero de 2022.

¹¹. Equity Risk Premium del S&P 500. Promedio últimos 5 años que fue de 4,73%

Erp: Prima por riesgo específico a la compañía o proyecto evaluado. (se considera en este caso el riesgo país de Uruguay)

Por lo general, se considera como la tasa libre de riesgo a los rendimientos de los Treasury Bonds 10 Years de la Reserva Federal de los Estados Unidos. Se opta normalmente por utilizar los promedios de 5 o 10 años de dichos rendimientos, evitando de esta manera los elevados valores de fines de la década de los noventa y comienzos de la década del 2000 (5 a 7%), así como también los valores muy bajos de los últimos años (cerca de cero en 2020) En los últimos diez años, ese rendimiento se ubicó en 2,00%, mientras que actualmente está en aproximadamente 2,05%¹².

Por su parte para medir el riesgo del país se consideran los rendimientos de los bonos soberanos uruguayos medidos a través del índice UBI de República AFAP. En este caso deben evitarse también los valores “anómalos” del 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.

El parámetro “beta unlevered” de Damodaram, para enero de 2022 se ubica en 0,68 para el año 2021 y en 0,64 para el promedio de los últimos 5 años, lo que indica que la inversión en la producción agrícola tiene un menor riesgo y variabilidad que el promedio de todas las actividades en ese mercado.

A los efectos de calcular estos indicadores se tuvieron en cuenta los valores promedio de los últimos 5 años, para evitar variaciones coyunturales y tener una visión de mediano plazo¹³. En este sentido, para el caso del rendimiento de los bonos americanos se consideró 1,90% y para el riesgo país (índice UBI), se consideraron 1,47 puntos básicos, que más allá de la contingencia sanitaria actual refleja adecuadamente lo ocurrido en los últimos 5 años.

Aplicando estos valores se llega a una tasa de retorno esperada para el capital propio del 5,18%. Este valor es levemente superior a la TIR esperada del inversor para el escenario que CARE considera como más probable (4,7%). Si bien estas comparaciones no deben 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 estimado para los valores promedio de los últimos 5 años es bajo si se compara con el pasado, esto es consecuencia de la caída en los retornos de los bonos del tesoro de EEUU (tasa libre de riesgo) y el riesgo país.

3.- Tasación de la Tierra

La última tasación de los campos del fideicomiso se realizó a octubre de 2021, la misma mostró un leve aumento (2,51%) respecto del año anterior. Esta tasación se realizó siguiendo una metodología que considera separadamente el valor de la tierra “desnuda” y le agrega las mejoras en riego, algunas de las cuales amortiza.

¹² En la actualidad los rendimientos de estos bonos están con tasas en el entorno de valores del promedio de los últimos 5 o 10 años. Durante la peor parte de la crisis sanitaria estuvieron aún mucho más bajas, por debajo del 1%, pero en la actualidad están en aumento.

¹³ En el momento actual, las tasas de interés internacionales están muy afectadas por la coyuntura internacional derivada de los efectos del coronavirus y del conflicto entre Rusia y Ucrania, y sus consecuencias sobre la economía mundial.

Cuadro 8. Valor de tasación en dólares por hectárea a octubre 2021 incluye inversiones en riego

Establecimiento	Superficie	Precio de	Precio tasación	Precio tasación	Variación	Variación
		compra USD/ha	al 31/12/20	al 31/12/21	2021/2020	2021/compra
Las Acacias	1.734	6.500	10.792	10.867	0,7%	67%
Santa Elena	2.768	6.500	8.672	9.041	4,3%	39%
Selva Negra	1.400	6.500	8.942	9.143	2,3%	41%
Total	5.902					

Fuente: CARE en base a informes de Tasaciones

Todos los campos acumulan un aumento muy significativo respecto de las valores de compra, explicado en gran medida por las mejoras incorporadas (fuentes de agua y pivots)

Cuadro 9. Tasación de los campos y sus mejoras en riego año 2021 (en dólares) y su variación con 2020

Establecimiento	Tierra		Mejoras en riego		TOTAL	
	Valor	Variación 2021/2020	Mejoras en riego	Variación 2021/2020	VALOR	Variación 2021/2020
Las Acacias	15.570.000	0,56%	3.229.306	0,0%	18.799.306	0,46%
Santa Elena	19.377.749	0,00%	5.647.435	22,1%	25.025.184	4,25%
Selva Negra	9.555.750	0,74%	3.244.791	7,0%	12.800.541	2,25%
Total	44.503.499	0,35%	12.121.532	11,3%	56.625.031	2,51%

Fuente: CARE en base a informes de Tasaciones

El valor de los campos se encuentra por encima de la emisión. Sin embargo, para que se logren las rentabilidades esperadas los campos deberán ir valorizándose a mayores tasas en el correr del tiempo.

Riesgos considerados:

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

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

V. EL ENTORNO

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

Las proyecciones básicas de largo plazo relativas a las perspectivas agrícolas no se han modificado hasta el momento, a pesar de las condiciones imprevistas originadas primero por pandemia del coronavirus (COVID-19) y luego por el conflicto bélico entre Rusia y Ucrania. Ambas situaciones, sumada a la sequía en buena parte de Sudamérica ha generado una fuerte tonificación de los precios de las commodities alimenticias. Sin embargo, a pesar de este comportamiento reciente de los precios internacionales; en general se espera una retracción de los mismos para el mediano plazo, para luego recuperar una leve tendencia ascendente, en niveles similares o incluso por debajo de la inflación del dólar a largo plazo.

El sector productor de alimentos mostró una gran resiliencia en lo productivo y luego de una primera respuesta de los precios a la baja por la abrupta caída de la demanda por los efectos de la pandemia en el primer semestre de 2020, se produjo un rebote en los precios, ahora incentivado por los efectos de la guerra y la baja producción en Sudamérica. En consecuencia, al menos para el corto plazo, las perspectivas para la agricultura son muy favorables, al igual que para otros sectores como la carne y la leche, aunque probablemente con valores un poco más atenuados.

Por otra parte, no se prevé por el momento como riesgo el de políticas públicas que puedan afectar el desarrollo de este tipo de proyecto,

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.

V.1 Riesgo Económico y de Mercado

Existe evidencia y razones fundadas para sostener el crecimiento a largo plazo del precio de la tierra, como consecuencia del aumento en la demanda de alimentos, de la mejora de la productividad agrícola y de la inexistencia de margen para la expansión de la frontera agrícola. A estos efectos podría adicionarse la debilidad del dólar, hoy difícil de prever por su alta volatilidad actual.

Resulta claro también que la demanda por alimentos tendrá una tendencia creciente de la mano del aumento de la población mundial, la occidentalización del consumo en algunas regiones del mundo, la urbanización, el crecimiento económico de los países emergentes, etc. Sin embargo, los incrementos de productividad, el resurgimiento de algunas políticas proteccionistas y el enlentecimiento del dinamismo de las economías de los mercados

emergentes, actúan como freno al crecimiento de los precios internacionales en el largo plazo.

La emergencia sanitaria por COVID-19 ha impulsado el consumo de alimentos que tengan impacto en la salud y que refuercen el sistema inmunológico, acelerando una tendencia que se venía insinuando respecto de que se pondrá mayor énfasis en la nutrición y su vínculo con la salud. Por su parte, el envejecimiento de la población mundial afecta también a los patrones de consumo de bienes y servicios a nivel global.

Estos cambios que impactarían en la demanda se registran en un contexto comercial caracterizado por un aumento reciente del proteccionismo a nivel global, que han implicado la adopción creciente de barreras, tanto arancelarias como no arancelarias, que dificultan las exportaciones de alimentos, a pesar de los avances en la liberalización del comercio. Asimismo, los países agroexportadores se enfrentarán a mercados cada vez más exigentes y a nuevos requerimientos comerciales no arancelarios en relación a los aspectos ambientales, de inocuidad, de bioseguridad y de bienestar animal.

Otra de las tendencias identificadas en el comercio internacional es un pasaje del multilateralismo a los tratados bilaterales. Los acuerdos comerciales bilaterales y más amplios han sido cada vez más frecuentes en el entorno comercial agrícola mundial, en parte debido a la lentitud de las negociaciones multilaterales. En la medida en que el Mercosur no logre avanzar en la concreción de este tipo de acuerdos esta tendencia podría ser una amenaza, en cuanto Uruguay quede relegado en términos de condiciones de acceso respecto a sus competidores. Asimismo, el bloque Mercosur no ha logrado avanzar en la concreción de acuerdos bilaterales por diversas razones. A esto se agrega la lejanía respecto a los principales centros de consumo mundial y la reducida escala del país, que incrementan los costos medios de producción.

No obstante esa tendencia de largo plazo, la coyuntura para algunos rubros agrícolas muestra un cambio en las expectativas, en principio para el corto plazo. Como se verá más adelante, los precios agrícolas han subido sostenidamente de la mano de una mejora en la demanda y una oferta que no ha acompañado ese aumento. Las expectativas de precios han mejorado respecto de los años anteriores, por lo que ya se estaría transitando por un nuevo ciclo de las commodities, pero es incierta su duración.

A esta situación se le suma el conflicto bélico entre Rusia y Ucrania, que por su rol estratégico como abastecedores claves de energía y alimentos, sacudió a los mercados globales y genera alta incertidumbre en los mercados de commodities. Para tensionar más aún el mercado, se espera una magra cosecha de cultivos de verano en buena parte de Argentina, Brasil y Paraguay, como consecuencia de una fuerte sequía.

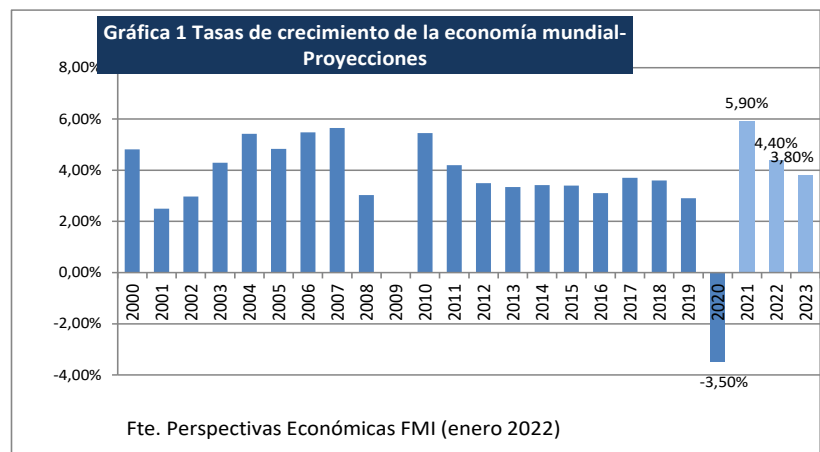
Dado que este fideicomiso recién empieza y durará unos 15 años es importante analizar el posible comportamiento de los precios en el largo plazo, una vez se supere la actual coyuntura.

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.

• Sobre el precio de los productos agrícolas - alimenticios

La trayectoria esperada de los precios de los productos agrícolas afecta el resultado de la inversión, aunque en mucho menor proporción que los precios de la tierra. Como fue mencionado en la sección anterior, 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.

El Fondo Monetario Internacional (FMI), en sus proyecciones de crecimiento de la economía mundial para los próximos años ha venido ajustando sus proyecciones las cuales califican de altamente inciertas dado el impacto que está teniendo la pandemia del Covid 19, lo que ha llevado al mundo a transitar por una crisis sin precedentes. En su último informe del 25 de enero de 2022 el FMI proyecta que la economía mundial crezca 5,9% en 2021 y 4,4% en 2022.



Según las últimas proyecciones del FMI “la economía mundial arranca el año 2022 en condiciones más débiles de lo esperado. A medida que avanza la nueva variante ómicron del virus que provoca la COVID-19, los países han vuelto a instituir restricciones a la movilidad, lo que contribuye a encarecer la energía, se afectan los suministros, aumenta la inflación, sobre todo en Estados Unidos y en numerosas economías de mercados emergentes y en desarrollo”. Asimismo, “Se prevé que el crecimiento mundial se modere de 5,9% en 2021 a 4,4% en 2022; es decir, medio punto porcentual menos en 2022 de lo previsto en la anterior estimación (octubre 2021), en gran medida a causa del recorte de las proyecciones de las dos economías más grandes. Se prevé que la inflación elevada continuará más de lo esperado y que los cortes en las cadenas de suministro y los altos precios de la energía persistirán en 2022. Suponiendo que las expectativas inflacionarias se mantengan bien ancladas, la inflación debería disminuir poco a poco a medida que se disipen los desequilibrios entre la oferta y la demanda en 2022 y que responda la política monetaria de las grandes economías. La política monetaria de muchos países tendrá que continuar endureciéndose para contener las presiones inflacionarias, en tanto que la política fiscal –con un margen de maniobra más limitado que en otros momentos de la pandemia– tendrá que priorizar el gasto sanitario y social.”

Los precios agrícolas mostraron un fuerte aumento en sus valores a partir de 2005 y hasta el 2017. La producción mundial 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.

Las principales causas que impulsaron los precios al alza hasta el 2017 no se mantuvieron y el panorama cambió, manteniéndose los valores deprimidos hasta mediados de 2020. A partir del segundo semestre de 2020, los valores de los principales productos agrícolas comenzaron a recuperarse y se vuelve a evidenciar un nuevo ciclo favorable para la agricultura¹⁴.

Los mercados agrícolas mundiales en la actualidad están atravesando los efectos coyunturales derivados del rebote de la economía mundial, luego de la fuerte caída en 2020 como consecuencia de la pandemia del COVID-19, y la existencia de algunos efectos climáticos adversos, que muy probablemente seguirán por algún tiempo.

A esta coyuntura, se le suma el conflicto bélico entre Ucrania y Rusia. Estos países son jugadores clave en el mercado mundial, por lo que el conflicto ha generado un importante efecto sobre los precios internacionales. Los precios en el mercado de Chicago presentaron una gran volatilidad en los primeros días de la guerra, por la incertidumbre que el conflicto genera en torno a la fluidez en las cadenas de suministro. Los precios de la soja llegaron a tocar máximos desde 2012 en Chicago (617 USD/tt), mientras los futuros de trigo se hallan en zonas de máximos históricos en el mercado de Chicago (492 USD/tt), y el maíz en su pico máximo en algo más de 9 meses (303 USD/tt).

Teniendo en cuenta que el fideicomiso durará algunos años más (4 o 7 años) resulta necesario prever que ocurrirá luego de superada la actual situación con la oferta y con la demanda de alimentos ya que de ello dependerá el comportamiento futuro de los precios.

¹⁴. Diversos analistas coinciden en afirmar que se está ante un superciclo de precios de las Commodities: JPMorgan, Goldman Sachs.

¹⁵. Perspectivas Agrícolas FAO-OCDE 2021-2030 (octubre de 2021); USDA Agricultural Projections to 2030 (febrero 2021); Banco Mundial-Commodity Prices (octubre 2021) y FAO- Índice de Precios de los Alimentos.

¹⁶. Cabe aclarar que todas estas proyecciones fueron realizadas antes del conflicto Rusia-Ucrania.

¹⁷. FAO. Situación Alimentaria Mundial. 3 de febrero de 2022

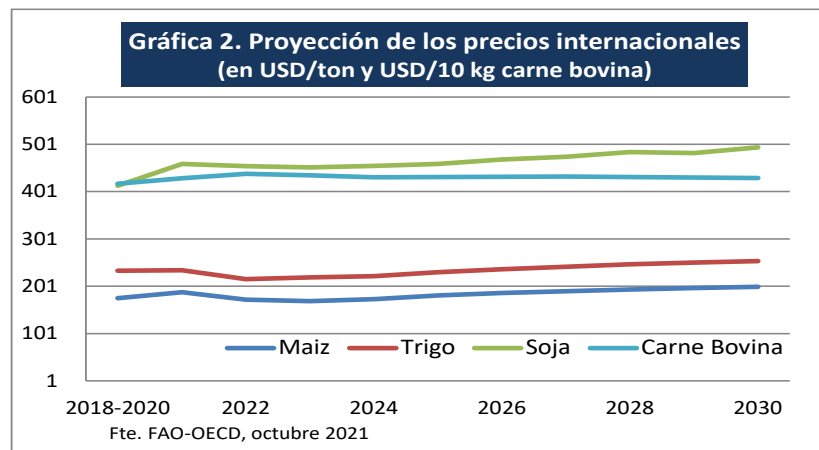
CARE consultó diversas fuentes de información¹⁵, y si bien reconocen la recuperación coyuntural de los valores, se mantienen las previsiones de largo plazo sin mayores cambios respecto de los informes pre-pandemia, respecto de que el crecimiento de los precios nominales no lograría compensar la devaluación del dólar¹⁶.

El índice de precios de los alimentos de la FAO¹⁷ registró en enero de 2022 un promedio de 135,7 puntos, es decir, 1,5 puntos (un 1,1 %) más que en diciembre de 2021, un 19,5% más elevado que el mismo mes del año anterior y un 40% más alto que para el promedio de 2020. El repunte del índice en enero obedeció a aumentos considerables en los subíndices de los aceites vegetales y los productos lácteos, que se vieron compensados en parte por una disminución de los precios del azúcar por segundo mes consecutivo. Los subíndices de la carne

y los cereales no experimentaron prácticamente variaciones. Los analistas de mercado coinciden en afirmar que más allá de este aumento en los precios, para el largo plazo se mantienen incambiadas las proyecciones en cuanto a que la oferta crecerá por encima de la demanda y en consecuencia habrá ocdeuna tendencia a la disminución de los precios en términos reales, aunque los precios podrán subir nominalmente. Esta tendencia de largo plazo no implica que existan coyunturas favorables (ciclos), como el actual.

Según el último reporte de FAO-OCDE (Octubre 2021) sobre las proyecciones 2021-2030, *“se espera que el crecimiento de la demanda de los productos agrícolas se desacelere durante esta década y sea provocado, sobre todo, por el crecimiento demográfico. Los diferentes niveles de ingresos y las proyecciones de crecimiento de estos, así como las preferencias culturales en torno a la dieta y la nutrición, fundamentarán las continuas diferencias en los hábitos de consumo en los distintos países. Se prevé que el crecimiento más lento de la demanda de productos básicos agrícolas coincidirá con aumentos de la eficiencia de la producción agrícola y ganadera, lo cual mantendrá relativamente estables los precios agrícolas reales. El comercio internacional seguirá siendo esencial para la seguridad alimentaria en los países importadores de alimentos y para los medios de vida rurales en los países exportadores de alimentos. Durante esta década, la variabilidad del clima, las enfermedades de animales y plantas, los cambios en los precios de los insumos, los acontecimientos macroeconómicos y otras incertidumbres provocarán variaciones en torno a las proyecciones.”*

Las últimas proyecciones a 10 años de FAO-OCDE plantean que habrá pequeños incrementos en los precios nominales (0,8% anual para trigo, 1,3% para maíz, 1,8% para la soja, 0,6% para arroz y 0,3% para la carne vacuna). Para el caso concreto de la soja, se esperan pequeñas caídas en los precios nominales para 2022 y 2023, para luego retomar una leve tendencia al crecimiento.



Por su parte, las perspectivas del Banco Mundial y el USDA coinciden con la visión de FAO-OCDE en describir para el largo plazo 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.

El Banco Mundial en su último informe de proyección de precios (octubre de 2021) muestra cómo los precios de todos los rubros se espera tengan un leve

crecimiento en dólares corrientes hacia 2030 (iniciando en 2020), aunque a tasas bajas (2,4% para soja, 2,7% para maíz, 1,3% para trigo 0,7% para arroz y 1,1% carne bovina).

El USDA (febrero 2022) también espera incrementos en los precios nominales, pero menores a la inflación esperada y también por lo general de menor magnitud que el resto de los organismos. Todos proyectan aumentos de precio positivos en dolares corrientes pero en varios casos los valores caerían en términos reales.

Cuadro 10. Tasa de evolución de los precios proyectadas para la década

Cultivo	FAO-OCDE	Banco Mundial	USDA
Maíz	1,3%	2,7%	1,0%
Soja	1,8%	2,4%	1,3%
Trigo	0,8%	1,3%	1,1%
Carne Bovina	0,3%	1,1%	0,7%

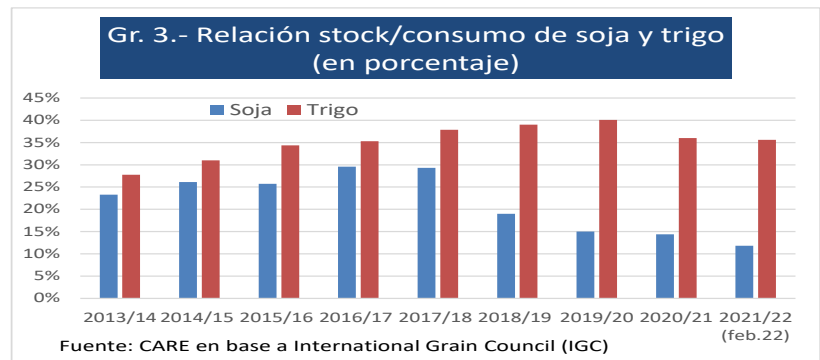
Fuente: CARE en base a BM, USDA y OECD-FAO

Nota: incremento acumulativo anual 2020 a 2030

La tendencia de largo plazo parece estar clara, no obstante eso no implica que por situaciones coyunturales la trayectoria de los precios no pueda mostrar desvíos, tal cual parecería ser el caso actual.

La mejor coyuntura de precios alentó a los productores nacionales a incrementar las áreas de siembra tanto para los cultivos de invierno (21% más), como para la soja (8%) y para el arroz (15%). Estas perspectivas de mejores precios son el resultado de una demanda sostenida por parte de China que se encuentra recomponiendo stocks y apostando al crecimiento de la producción de carne de cerdo luego de los problemas derivados de la fiebre porcina, así como también una marcada reducción en los stocks mundiales y en especial en los de Estados Unidos.

Del análisis del ratio stocks/consumo surge que efectivamente nos encontramos para el caso de la soja y también del maíz con una relación relativamente baja en términos históricos, lo que refuerza la idea de que al menos para estos rubros las perspectivas para el corto plazo siguen siendo auspiciosas. Para el caso del arroz y el trigo la relación de stock/consumo se encuentra en valores relativamente más elevados, aunque menores a los años anteriores y con una leve tendencia a la baja.



• El precio de la tierra

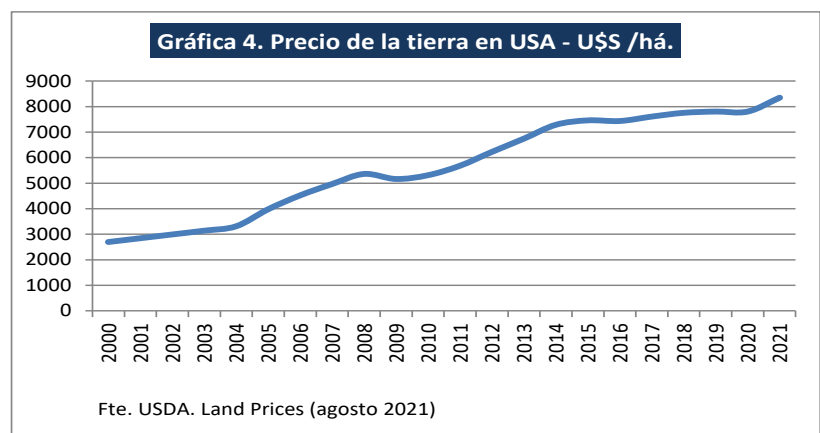
El precio de la tierra mostró una muy fuerte apreciación dólares a partir de 2004 y hasta 2014, para caer a partir de 2015 y mostrar en los últimos años una cierta estabilidad con las variaciones propias de un escaso número de operaciones; según reporta la Dirección de Estadísticas Agropecuarias del MGAP para el promedio de las operaciones en todo el país.

Las perspectivas de demanda internacional por tierra siguen siendo alentadoras y ubicarían los precios en niveles crecientes para el corto y mediano plazo, pero a tasas más moderadas que en el pasado. Sin embargo, podrían esperarse para el corto plazo incrementos por encima de la tendencia. La baja en las tasas de interés a nivel internacional, la política expansiva de los países desarrollados, los elevados precios de las commodities y los valores bajos de la tierra de los últimos años, podrían traer efectos positivos a mediano plazo sobre los valores de la tierra debido al mayor flujo de capitales en la búsqueda de activos reales.

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

En lo que respecta 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%, para 2019 el USDA reporta un aumento de un 0,6% en términos nominales, el precio se mantiene incambiado en 2020 y en este último año 2021 el precio de la tierra promedio tuvo un crecimiento del 7%. Si se analiza por separado las tierras agrícolas de las ganaderas, las primeras tuvieron un aumento del 7,8% mientras que las segundas un 5,7%; esto se explicaría por los aumentos de precio de los productos agrícolas.



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” (Missouri), el USDA en su reporte de Agosto de 2021, muestra que los precios de las tierras irrigadas se ubican en el entorno de un 30% 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.

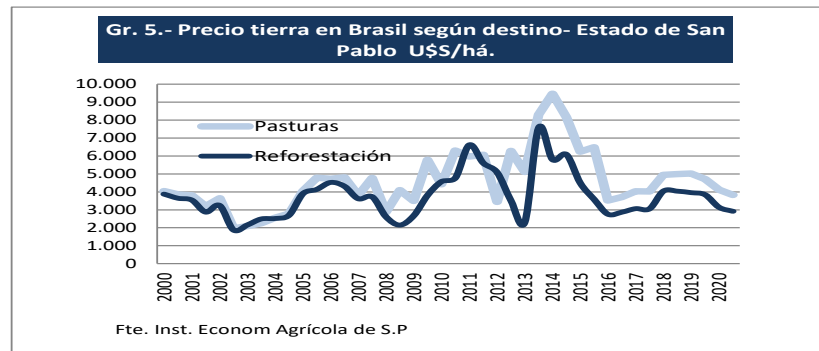
Cuadro 11. Precio de la tierra regada y no regada en el Corn Belt de EEUU (USD/ha)

	2017	2018	2019	2020	2021
Regada	12.207	11.787	11.787	11.613	11.861
No regada	8.525	8.352	8.278	8.402	9.143
Variación en porcentaje	43%	41%	42%	38%	30%

Fuente: elaborado en base a datos de USDA

El comportamiento del precio de la tierra en Brasil, está afectado, además 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 parece comenzar a revertirse en 2017.

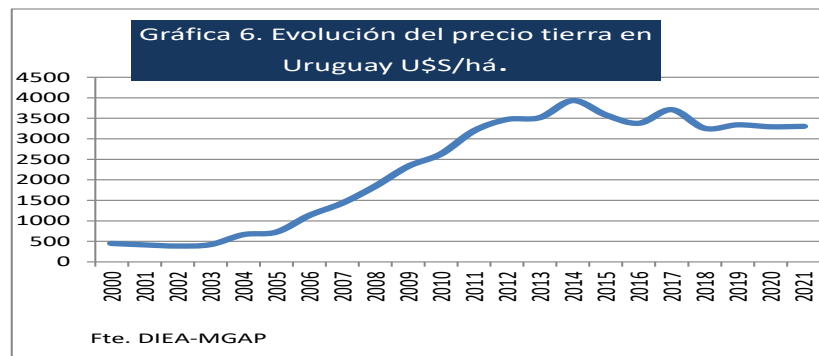
Para el año 2020, último reportado por el Instituto de Economía Agrícola de San Pablo los precios de la tierra habrían caído en forma muy importante en dólares, un 18% para las tierras de pastoreo y un 21% para las de que tienen por destino la silvicultura y pasturas naturales. Esta caída se explica exclusivamente por la devaluación del real que entre 2020 y 2019 perdió más de un 30% de su valor frente al dólar. Por su parte, los precios en reales aumentaron un 7,6% en 2020 respecto de 2019.



La particular situación de Argentina hace imposible disponer de una serie de precios actualizada y confiable de la tierra. La alta volatilidad de las políticas, las elevadas detracciones a las producciones agrícolas, los desajustes macroeconómicos y las restricciones al manejo de las divisas, generan distorsiones en los valores que nada tienen que ver con la tendencia que deberían tener los precios de los campos. Sobre la base de algunos trabajos técnicos a los cuales CARE tuvo acceso, en un período de 55 años (1956 a 2011) el precio de la tierra agrícola (de muy buena calidad) en Argentina, aumentó a un ritmo promedio de 3,5% acumulativo anual en términos reales.

En el caso de Uruguay, la información reportada por DIEA-MGAP para el promedio de las transacciones de tierras da cuenta de una muy fuerte valorización a partir de 2004 y hasta el 2014 cuando se verifica el valor máximo. A partir de 2015 comienza un cierto ajuste a la baja pero con un comportamiento un tanto errático, consecuencia seguramente de un bajo número de transacciones en donde la calidad y la localización de los campos comercializados tienen una gran influencia en los valores medios. Fue así que en 2017 DIEA reportó un aumento de un 9,8% en el valor de la tierra, luego en 2018 la misma oficina da cuenta de una reducción de un 12,3%, en 2019 se reporta un leve aumento de un 2,6%, en 2020 el precio promedio de la hectárea media del país vuelve a caer (-1,4%) y para el primer semestre de 2021 DIEA reporta un leve incremento (0,3%).¹⁸

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



Existen otras fuentes de información realizadas por consultoras y operadores del mercado¹⁹, que utilizando diferentes criterios de tasación estiman valores de campos de características similares y teniendo en cuenta los diferentes destinos productivos. Las metodologías más utilizadas son: la comparación de ventas reales de campos similares y la valuación según las rentas esperadas. En general el valor de mercado surge de la integración de ambas metodologías. Del estudio de varias tasaciones de campos a las cuales CARE tuvo acceso, surge que para el año 2021 los campos se habrían valorizado entre un 3 y un 4%, (superior a lo que resulta de este fideicomiso) lo cual parece muy razonable teniendo en cuenta la mejora en los precios de la mayor parte de los rubros del agro.

Existe una proporcionalidad comprobada²⁰ entre el índice de CONEAT y el precio con valores de campo con CONEAT por encima de 100, pero cuando los índices están por debajo de 100, los precios también caen pero no exactamente en la misma proporción que cuando están por encima de 100. Esto básicamente se explica porque muchos de los campos por debajo de 100 son demandados para producciones diferentes a la carne y a la lana (arroz, forestación), rubros considerados para determinar el valor del índice.

Realizando estas correcciones a la información disponible se obtienen series de precios que también muestran un comportamiento muy similar al obtenido por DIEA: un aumento sostenido y muy importante hasta el año 2014 y luego un descenso continuo hasta el presente. Con la diferencia de que ubican el

¹⁸. "Precio de la Tierra" Compraventas Primer Semestre de 2021, publicado el 27 de setiembre 2021.

¹⁹. SERAGRO, Agroclaro, Consur y operadores privados

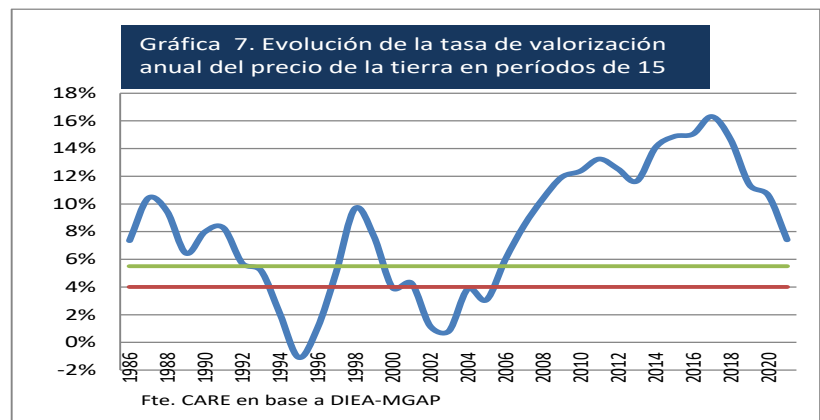
²⁰. B. Lanfranco y G. Sapriza (Serie Técnica N° 187 de INIA, "El índice CONEAT como medida de productividad y valor de la tierra" 2011)

precio actual con una caída mayor que la que se nota utilizando los valores medios de la Serie de DIEA. Esto se explicaría por la elevada proporción de campos agrícolas y forestales (algunos ya forestados) en las compraventas de los últimos 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 52 años (1970 a 2021) la variación anual en períodos de 15, en donde se observa lo siguiente:

- En promedio, la evolución anual del precio de la tierra en períodos móviles de 15 años fue de 8,1%.
- No obstante en la serie aparecen 7 años en donde el aumento acumulativo anual en periodos de 15 años es menor al 4%, 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.



Importa destacar, que esta serie de precios de la tierra es un promedio nacional y por lo tanto no considera cambios en el valor de la misma por concepto de mejoras en el uso del suelo y mucho menos el desarrollo del riego, por lo que este comportamiento no debería trasladarse en forma lineal a las tierras de este fideicomiso, sino solamente considerarlo como una información adicional.

CARE entiende que si bien cabe esperar para el mediano y largo plazo aumentos sostenidos en los precios de la tierra, éstos no serían de similar magnitud que en el pasado. Muy probablemente los aumentos de precios compensarán la inflación de Estados Unidos, más un pequeño componente por incremento de la productividad de la tierra, de esta forma se deberían

ubicar entre el 3 y 4% anual. Para este caso en particular la realización de las represas y las inversiones en infraestructura de riego podrían mejorar ese porcentaje. Esto no implica que existan períodos de mayores tasas anuales de crecimiento, como pudiera ser en los próximos años. Las bajas tasas de interés internacionales, el nuevo ciclo agrícola y los actuales precios de la tierra podrían determinar la ocurrencia de mayores tasas de crecimiento a corto plazo.

V.3 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. En este sentido, no surgen elementos que puedan hacer suponer que el gobierno actual pueda tomar medidas de política que atenten contra este tipo de emprendimiento.

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. uy²¹ 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

²¹ **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.**