

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

*Montevideo, octubre 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
32	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

---

## Calificación de Oferta Pública 21 - octubre - 2022

<b>Denominación:</b>	Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas
<b>Fiduciario:</b>	TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A.
<b>Fideicomitente/Operador:</b>	Bearing Agro
<b>Agente de Registro y Pago:</b>	TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A.
<b>Entidad Representante:</b>	Bolsa de Valores de Montevideo.
<b>Títulos emitidos:</b>	Certificados de participación
<b>Moneda:</b>	Dólares americanos
<b>Importe de la emisión:</b>	USD 50.000.000 (cincuenta millones de dólares).
<b>Plazo :</b>	15 años
<b>Fecha de emisión:</b>	9 de setiembre de 2016
<b>Distribuciones:</b>	Bianuales, con vencimientos el 15 de abril y el 15 de setiembre de cada año, cuando corresponda.
<b>Activos del Fideicomiso:</b>	Inmuebles rurales, infraestructura de riego, arrendamientos, entre otros.
<b>Calificación de Riesgo:</b>	BBB. uy
<b>Vigencia de la calificación</b>	30 de abril de 2023 <sup>1</sup>
<b>Comité de Calificación:</b>	Julio Preve, Martín Durán y Adrián Tamber.
<b>Manual utilizado:</b>	Manual de 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, tal como fuera analizado en el informe jurídico que se adjuntó en la primera 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. La última actualización del flujo financiero se presentó en marzo de 2022 con información real hasta el segundo semestre de 2021 proyectando una TIR del 4,8%, 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 previsto en el prospecto.
- La zafra de verano 21/22 se caracterizó por mostrar una baja disponibilidad de lluvias hasta los primeros días del mes de enero de 2022, para a partir de ese momento pasar a un verano con abundantes precipitaciones, por encima de los valores medios. Esta situación determinó que durante prácticamente todo el ciclo del cultivo de maíz fuera necesario regar, y al haber disponibilidad de riego se lograron muy buenos rendimientos en los maíces regados con gran diferencia respecto de los de secano. Para el caso de la soja las lluvias llegaron a tiempo, fueron abundantes y se realizaron pocos riegos estratégicos, alcanzándose buenos resultados en los todos los cultivos (los regados, los de secano, los de primera y los de segunda). En la campaña de invierno 22/23 el operador sembró colza. Por su parte, la producción lograda pudo aprovechar los buenos precios de la coyuntura, que se encuentran por encima de las previsiones realizadas. Las superficies ganaderas y forestales (Montes del Plata) están también bajo explotación por parte de los arrendatarios.

- La última tasación de los campos del fideicomiso se presentó a octubre de 2021. Considerando la tierra y las mejoras en riego el valor total ascendió a 56,63 millones de dólares, un 2,51% más alto que en el año anterior.
- Los precios de commodities agrícolas mostraron incrementos importantes durante 2021 y parte de 2022, como consecuencia de una serie de factores, entre los que se pueden citar los siguientes: el aumento de las importaciones de China impulsadas en gran medida por la reconstrucción gradual de la producción de carne de cerdo, la menor cosecha de granos en algunos países productores como consecuencia de la sequía (21/22 en el Cono Sur), y finalmente por los efectos de la guerra entre Ucrania y Rusia, ambos productores clave en el mercado internacional de granos, en especial de girasol, maíz y trigo. Las magras perspectivas de crecimiento mundial que se esperan para el futuro, las políticas monetarias restrictivas de los países desarrollados, el enfriamiento de la demanda china y su vuelta al confinamiento por el Covid 19, generan algunas interrogantes para el mediano plazo y contribuyen a incrementar la volatilidad de los precios.
- En los últimos meses, los precios de los productos agrícolas ya han comenzado a caer y si bien se encuentran por encima de los valores previos a las subas, se espera que sigan ajustando a la baja hasta 2024/2025 y luego podrían retomar su tendencia histórica de crecimiento moderado, seguramente positivo en términos nominales, pero por debajo de la inflación del dólar. Por otra parte, el sector ha tenido que enfrentar un aumento muy significativo en los precios de la energía, los fletes y los principales insumos agrícolas, lo que en un mercado a la baja en los precios del producto genera interrogantes para la actual campaña.
- Para el caso de la carne bovina, las perspectivas 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 puede ser la reciente caída del precio de la carne en el país como consecuencia de la menor demanda del mercado chino.
- Para el mercado de tierra agrícola, éste presenta para el largo plazo tendencias de incremento en sus precios, como consecuencia del aumento sostenido de la demanda de alimentos y fibras y a que en general las posibilidades de expansión de la frontera agrícola están cada vez más limitadas por aspectos ambientales y de disponibilidad. Para el caso del Uruguay, los incrementos esperados en los precios de la tierra serán seguramente más moderados que los ocurridos en la década entre 2004 y 2014. No obstante, para el corto y mediano plazo los valores podrían apartarse de la tendencia esperada, como consecuencia de la evolución de algunos factores que inciden en la formación de los precios de la tierra; como por ejemplo la evolución de los precios de los commodities, las tasas de interés o la inflación internacional.
- 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 TIRs 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](http://www.bcu.gub.uy). El comité de calificación estuvo integrado en este caso por Julio Preve, Adrián Tamber y Martín Durán Martínez. El análisis de las contingencias jurídicas fue realizado por el Dr. Leandro Rama Sierra<sup>2</sup>.

### 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, 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.

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

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 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 la zafra 20/21.

La superficie ganadera es explotada 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 y se encuentran totalmente operativas.

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.

- La última tasación de los campos del Fideicomiso se realizó a octubre de 2021, mostrando 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.

## 2.2. Hechos salientes del Período

- En la zafra de cultivos de verano 21/22 se sembraron en los campos del fideicomiso unas 1.980 hectáreas de soja, un 15% más que el año anterior. Los rendimientos fueron muy buenos en comparación con el año anterior consecuencia de un clima más favorable. El cultivo requirió poco riego en algunos momentos estratégicos y cabe destacar que los rendimientos fueron muy buenos en los tres campos y en todos los cultivos (regados, de secano, de primera o de segunda). También se sembraron en el verano 21/22 unas 1.050 hectáreas de maíz, un 19% menos que el año anterior. En este rubro, el cultivo requirió riego durante todo el período, por lo que en este caso las diferencias de rendimiento entre los cultivos regados y no regados fue muy alta (el regado rindió más del doble, ver cuadro).
- Los resultados parciales para el fideicomiso (el 23% de lo producido y vendido por concepto de aparcería), vienen siendo muy superiores al del año anterior, por mayor producción y mejores precios.

**Cuadro 1: Area de cultivos de verano y rendimientos de la zafra 21/22**

Cultivo	Hás	Rendimiento tt/ha	Producción Toneladas
Soja secano	680	3,31	2.249
Soja regada	1.298	3,15	4.092
Maiz secano	85	5,53	470
Maiz regado	965	12,63	12.192
<b>TOTAL</b>	<b>3.028</b>		<b>19.002</b>

Fuente: El operador

- En el año 2022, en lo que refiere a cultivos de invierno el operador plantó colza, en un total de unas 500 hectáreas.
- También hay plantadas hárs de trébol rojo con destino a la obtención de semilla para la exportación en contra-estación a Francia. En el resto del área agrícola se realizaron cultivos de puente verde (avena negra o centeno). En el siguiente cuadro se presentan las áreas cultivadas.

**Cuadro 2: Uso de suelo en hectáreas en la campaña invierno 2022/23**

Cultivo	Hás
Colza	501
Trebol Rojo	96
<b>TOTAL</b>	<b>597</b>

Fuente: El operador

- Las áreas sembradas estarían bastante alineadas con las proyecciones presentadas en el último flujo, pero los rendimientos y los precios se encuentran por encima de esas proyecciones, por lo que el resultado para el Fideicomiso debería ser levemente mejor al esperado.
- El Fiduciario informa que en setiembre de 2022, tal como estaba previsto, se realizó la primera distribución de dividendos por 1,2 millones de dólares.

### **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 30 de junio de 2022
- Estados Contables intermedios del Fiduciario al 30/06/2022.
- Estados Contables intermedios del Fideicomiso al 30/06/2022.
- Estados Contables de Bearing Agro al 30/06/2021.

## 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 el 15 de abril y el 15 de setiembre de cada año.
<b>Calificación de Riesgo:</b>	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](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 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 30/6/22 y su comparativo con ejercicios anteriores se presenta en los cuadros siguientes.

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

Concepto	30/6/2022	31/12/2021	31/12/2020
<b>Activo</b>	<b>138.981</b>	<b>146.260</b>	<b>110.882</b>
Activo Corriente	17.380	14.304	3.734
Activo no Corriente	121.600	131.956	107.148
<b>Pasivo</b>	<b>117.482</b>	<b>126.840</b>	<b>94.986</b>
Pasivo Corriente	11.591	10.189	23.878
Pasivo no Corriente	105.891	116.650	71.108
<b>Patrimonio</b>	<b>21.499</b>	<b>19.421</b>	<b>15.895</b>
<b>Pasivo y Patrimonio</b>	<b>138.981</b>	<b>146.260</b>	<b>110.882</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>1,50</b>	<b>1,40</b>	<b>0,16</b>

Fuente: EE.CC TMF

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

Concepto	30/6/2022	30/6/2021	31/12/2021
Ingresos operativos	15.468	12.983	27.336
Costo Servicios Prestados	(3.078)	(2.041)	(4.452)
<b>Resultado Bruto</b>	<b>12.390</b>	<b>10.942</b>	<b>22.884</b>
Gastos Administración y Vtas.	(5.616)	(5.926)	(11.388)
<b>Resultado Operativo</b>	<b>6.774</b>	<b>5.016</b>	<b>11.496</b>
Resultado Financiero	(3.121)	(1.489)	(4.792)
IRAE	(1.575)	(1.666)	(3.178)
<b>Resultado del Periodo</b>	<b>2.078</b>	<b>1.861</b>	<b>3.526</b>

Fuente: EE.CC TMF

Como se desprende de los cuadros precedentes, la firma mantiene patrimonio positivo. 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 30/6/22, 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 es de USD 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 USD 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 USD 5.625 millones 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.

Sin que implique cambiar el juicio favorable a la capacidad de gestión de la firma expresado líneas arriba, es importante destacar un cambio producido en el periodo. En efecto, algunos de los accionistas presentes al momento de lanzarse esta operación (caso de Francisco Rodríguez Pitt y Michael Stewart entre otros) vendieron su participación accionaria a otros accionistas que ya cumplían funciones en la empresa como por ejemplo Carlos Obrien y Enrique Garbino entre otros. Esta operación, culminada en junio de 2022 determinó un cambio en el directorio de Bearing Agro a partir del 11 de agosto de 2022 que quedó conformado de la siguiente manera: Carlos Obrien; Alain Gaudri; Luc Richard y Enrique Garbino. Se reitera que estos cambios no alteran el juicio favorable al funcionamiento de la firma administradora, entre otras cosas porque mantiene las figuras clave y porque, como se ha mencionado, la evolución de ambos proyectos es el mejor indicador de gestión.

También se informa que a partir de enero de 2022, Mauricio Solares pasó a desempeñarse como gerente financiero.

### **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. La firma informa que una versión preliminar del cierre a junio de 2022 continúa con la misma tendencia.

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 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.

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 término del primer semestre de 2022 se presenta en los cuadros siguientes

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

Rubros	30/6/2022	31/12/2021	31/12/2020
<b>Activo</b>	<b>58.397</b>	<b>57.654</b>	<b>56.242</b>
Activo Corriente	1.456	692	630
Activo no Corriente	56.941	56.962	55.612
<b>Pasivo</b>	<b>1.747</b>	<b>3.667</b>	<b>4.081</b>
Pasivo Corriente	292	278	326
Pasivo no Corriente	1.455	3.389	3.755
<b>Patrimonio</b>	<b>56.651</b>	<b>53.987</b>	<b>52.161</b>
<b>Pasivo y Patrimonio</b>	<b>58.397</b>	<b>57.654</b>	<b>56.242</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>4,99</b>	<b>2,49</b>	<b>1,93</b>

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 de un semestre no corresponde nuevas tasaciones por lo que el valor de los inmuebles no cambia respecto al cierre anual de 2021.

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

Rubros	39/06/22	30/6/2021	31/12/2021
Ingresos operativos	936	523	1.157
Valuación propiedades	-	-	1.389
Costo de ventas	-	-	-
<b>Resultado Bruto</b>	<b>936</b>	<b>523</b>	<b>2.546</b>
Gastos de Administración	(184)	(272)	(422)
<b>Resultado Operativo</b>	<b>752</b>	<b>251</b>	<b>2.124</b>
Resultado Financiero	3	(5)	(9)
<b>Resultado antes IRAE</b>	<b>755</b>	<b>246</b>	<b>2.115</b>
IRAE	1.909	102	(310)
<b>Resultado del período</b>	<b>2.664</b>	<b>348</b>	<b>1.805</b>

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Los ingresos operativos del semestre son mayores a los del mismo periodo del año anterior, así como los resultados contables. Este tema es mencionado en otra sección.

#### 4. Riesgos considerados:

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

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

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

**Riesgo por cambio de fiduciario** está adecuadamente previsto en los casos correspondientes, que dejan esta posibilidad a los inversores adecuadamente representados.

**Riesgo por cambio de administrador**, se encuentra acotado por el importante grado de involucramiento del mismo en el negocio. *Riesgo bajo.*

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

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

El 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.

Para la actualización de abril de 2022, se presentó un nuevo ajuste en el modelo financiero, al 31 de diciembre de 2021, con información real hasta esta fecha y proyectando hasta la finalización del Fideicomiso. En esta oportunidad no hay nueva información, por lo básicamente se repite lo comentado en la anterior actualización

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. Los precios son los reales de 2021/22 y luego se reducen en 2023 (entre 14 y 16%), para luego empezar a crecer. Los rendimientos son razonablemente los que se están logrando.
- 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 resulta 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 3,5 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 consultadas<sup>3</sup>. Estas fuentes coinciden en que la recuperación de los precios en el mediano plazo -una vez que se alcance el nuevo equilibrio- evolucionarían

<sup>3</sup>. FAO-OCDE, USDA y Banco Mundial, Ver Capítulo V.

en forma positiva pero seguramente por debajo de la inflación del dólar. 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%.

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 compartibles<sup>4</sup>, 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)<sup>5</sup>. 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,

<sup>4</sup> En la zafra de verano 21/22, los rendimientos obtenidos estuvieron por encima de los proyectados, pero en la zafra anterior esto no había ocurrido por falta de agua en las represas y una prolongada sequía.

<sup>5</sup> Land Values 2022 Summary, Agosto de 2022, USDA

a través de instrumentos de cobertura de precios para reducir su volatilidad y la contratación de seguros ante eventos climáticos adversos.

**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%	<b>4,8%</b>	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 caerán respecto de 2022, luego mostrarán 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 3% en los ingresos; este escenario arrojaría una TIR del 4,8%.

## 2.2 Nueva estimación del Costo de Oportunidad del Capital

El costo de oportunidad del capital propio 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 Damodaran<sup>6</sup> 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:

$$E(r_i) = r_f + \beta_{im}(E(r_m) - r_f) + Er_p$$

<sup>6</sup> A. Damodaran, "Estimating Equity Risk Premiums" Stern School of Business.

Donde:

$\beta_{im}$ : Riesgo sistemático propio respecto del riesgo de mercado<sup>7</sup>.

$r_f$ : 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 variable<sup>8</sup> y la tasa libre de riesgo)

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 4,0%<sup>9</sup>.

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 plazo. En este sentido, para el caso del rendimiento de los bonos americanos se consideró 1,99% y para el riesgo país (índice UBI), se consideraron 147 puntos básicos.

Aplicando estos valores se llega a una tasa de retorno esperada para el capital propio del 5,36%. Este valor es levemente superior a la TIR esperada del inversor para el escenario que CARE considera como más probable (4,8%). lo que estaría indicando que la misma no sería atractiva, según esta metodología. 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. Por otra parte suponen una comparación internacional que no está disponible en general para los inversores que participan en este tipo de fideicomiso.

### 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.

<sup>7</sup>. Se consideraron los betas promedio de empresas de producción primaria de bienes agrícolas en mercados emergentes según A. Damodaram

<sup>8</sup>. Equity Risk Premium del S&P 500. Promedio últimos 5 años que fue de 4,73%

<sup>9</sup>. En la actualidad los rendimientos de estos bonos han tenido un aumento muy importante como consecuencia de la política monetaria de EEUU y la alta inflación. Durante la peor parte de la crisis sanitaria estuvieron muy bajas, por debajo del 1%.

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

Establecimiento	Superficie	Precio de compra	Precio tasación	Precio tasación	Variación	Variación
		USD/ha	al 31/12/20	al 31/12/21	2021/2020	2021/compra
Las Acacias	1.734	6.500	10.792	10.8670,	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%
<b>Total</b>	<b>5.902</b>					

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 la distribución)

**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	Mejoras en	Variación	VALOR	Variación
	2021/2020		riego	2021/2020	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%
<b>Total</b>	<b>44.503.499</b>	<b>0,35%</b>	<b>12.121.532</b>	<b>11,3%</b>	<b>56.625.031</b>	<b>2,51%</b>

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.

En los últimos años han ocurrido variaciones muy significativas en los precios de alimentos consecuencia de la ocurrencia de una serie de factores, la mayor parte de ellos tuvieron efectos en generar incrementos sostenidos en los precios internacionales. La pandemia del Covid 19, la Fiebre Porcina Africana en China, la guerra en Ucrania, la sequía en parte de América del Sur y la elevada inflación internacional, entre otros, generó condiciones para el aumento sostenido de los precios de la mayor parte de las commodities alimenticias y las fibras. No obstante, como se verá, los precios ya han comenzado a ceder y seguirán cayendo, para luego probablemente retomar su leve tendencia al crecimiento.

El sector productor de alimentos, enfrenta hoy un mercado muy volátil, con precios en algunos casos relativamente elevados en la perspectiva histórica, pero con interrogantes respecto de lo que pasará en el mediano plazo, con los precios, con los insumos y con el clima.

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 del entorno se expresa en términos de grandes tendencias vinculadas a la evolución del precio de los commodities agrícolas y de la tierra.

### 1.- Riesgo Económico y de Mercado

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 márgenes para la expansión de la frontera agrícola.

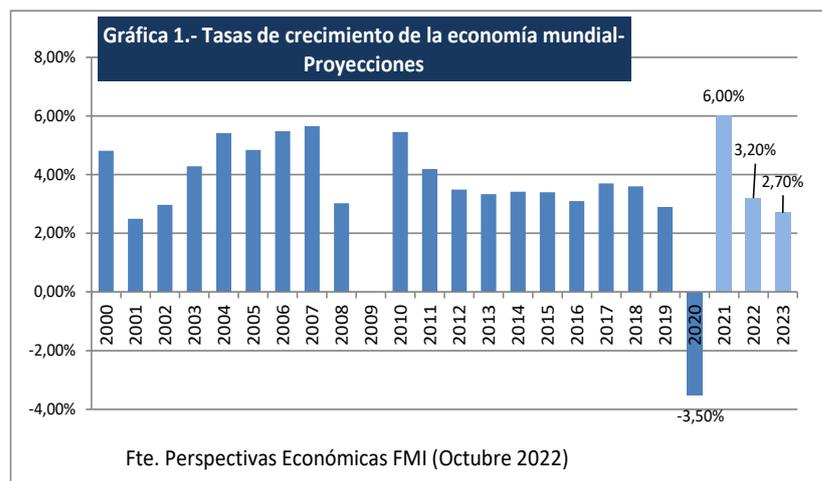
Resulta claro también que la demanda por alimentos tendrá una tendencia creciente de la mano del aumento de la población mundial, la occidentalización del consumo en algunas regiones del mundo, la urbanización, el crecimiento económico de los países emergentes, etc. Sin embargo, los incrementos de productividad, el resurgimiento de algunas políticas proteccionistas, el enlentecimiento del dinamismo de la economía mundial y el ya elevado consumo de los países desarrollados, actúan como freno al crecimiento de los precios internacionales en el largo plazo.

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**

El comportamiento esperado de los precios de los productos agrícolas afecta el resultado de la inversión, aunque en mucho menor proporción que los precios de la tierra. La trayectoria de mediano y largo plazo de los precios afecta aproximadamente el 25% de los retornos de la inversión. Algunos aspectos vinculados a la volatilidad y riesgo productivo están razonablemente mitigados, a través de la utilización de mecanismos de coberturas para el caso de los precios y por los seguros y el riego en el caso de los riesgos climáticos.

Según el último informe del FMI de octubre de 2022, la actividad económica mundial viene mostrando una desaceleración generalizada y más acentuada de lo previsto en anteriores informes. La elevada inflación internacional, el endurecimiento de las condiciones financieras en la mayoría de las regiones, la invasión rusa de Ucrania, la persistencia de la pandemia de COVID-19, y las nuevas medidas de confinamiento que ha tomado China, inciden notablemente en las perspectivas económicas. Según los últimos pronósticos, el crecimiento para 2022 será de apenas 3,2% y de 2,7% en 2023. Como puede observarse en la gráfica, este es el comportamiento más modesto desde 2001, sin considerar la crisis financiera mundial y la fase aguda de la pandemia de COVID-19.



La inflación mundial según proyecta el FMI será del 8,8% en 2022, para luego descender a 6,5% en 2023 y 4,1% en 2024. Esta alta inflación promueve el mantenimiento de una política fiscal y monetaria restrictiva que busca estabilizar los precios para el mediano y largo plazo. En consecuencia, ante este panorama puede suponerse que la economía mundial no será un motor para el sostenimiento de elevados precios de los alimentos, sino que posiblemente actuaría como freno a su crecimiento o aún a un descenso.

Los precios agrícolas mostraron un fuerte aumento en sus valores a partir de 2005 y hasta el 2013. 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. En la medida que la producción creció la demanda comenzó a debilitarse. Entre las causas que impulsaron la demanda durante ese período 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 2013 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 volvió a evidenciar un nuevo ciclo favorable para la agricultura.

Los precios internacionales de los cereales, de la soja y de la carne aumentaron fuertemente durante el año 2021 y parte del 2022. Un factor importante detrás de la evolución de los precios durante ese período fue el aumento sustancial de las importaciones por parte de China por encima de los niveles del pasado. Esas importaciones fueron impulsadas en gran medida por la reconstrucción gradual de la producción de carne de cerdo, luego de la ocurrencia de la crisis derivada de la fiebre porcina africana. A esa coyuntura se le suman luego los efectos de la guerra entre Ucrania y Rusia, productores clave en el mercado internacional de granos y aceites, en especial de girasol, maíz, trigo y aceite de girasol. Este aumento finalmente viene cambiando de signo y se espera que en el mediano plazo logre un nuevo equilibrio.

En la siguiente gráfica se presenta la evolución de los precios internacionales de los últimos años según el Banco Mundial<sup>10</sup> en la que se observa el aumento de precios comentado y una proyección al 2024, en la que se consigna una tendencia decreciente, en términos nominales, pero manteniéndose por encima de los valores registrados entre 2015 y 2020.



<sup>10</sup>. Banco Mundial-Commodity Prices (octubre 2022) y Banco Mundial Commodity Price Data.

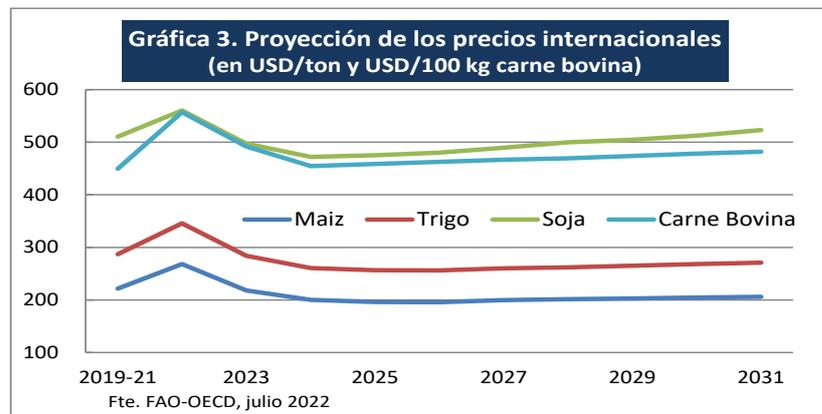
<sup>11</sup>. Perspectivas Agrícolas FAO-OCDE 2022-2031 (julio de 2022); USDA Agricultural Projections to 2031 (febrero 2022); Banco Banco Mundial-Commodity Prices (octubre 2022) y FAO- Índice de Precios de los Alimentos.

CARE consultó diversas fuentes de información<sup>11</sup>, y si bien reconocen la recuperación coyuntural de los valores hasta mediados de 2022, 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, una vez retornados a su nuevo equilibrio, no lograría compensar la devaluación del dólar.

El índice de precios de los alimentos de la FAO<sup>12</sup> se situó en un promedio de 136,3 puntos en setiembre de 2022, esto es un 1,1 % más bajo que en agosto, lo que representa su sexto descenso mensual consecutivo. El descenso de setiembre obedeció a una brusca caída de los precios internacionales de los aceites vegetales y a descensos moderados de los de la carne y los productos lácteos, que compensaron el repunte del subíndice de precios de los cereales. Pese al nuevo descenso, el índice se mantuvo un 5,5 % por encima del valor registrado en el mismo mes del año pasado.

Por su parte, el índice de precios de los cereales de la FAO registró en setiembre un promedio de 147,8 puntos, o sea un 1,5 % más que en agosto y un 11,2 % por encima de su valor de setiembre de 2021. La preocupación por las condiciones de sequía en Argentina y EEUU contribuyó a reforzar los precios, especialmente para el caso del trigo.

Según el último reporte de FAO-OCDE (julio 2022) sobre las proyecciones 2022-2031, la sobredemanda de China y los efectos de la guerra Ucrania-Rusia serían coyunturales, por lo tanto se sigue proyectando que los precios de los cereales en el mediano plazo mostrarán una tendencia decreciente durante la próxima década. En este sentido, mantienen lo informado en anteriores ediciones recientes del "Outlook", por lo que cabría esperar que los precios de los cereales en términos reales disminuyan durante la próxima década, partiendo de los elevados niveles de precios del año 2022, lo que coincide con las proyecciones de mediano plazo del Banco Mundial.



Según FAO-OCDE, durante los próximos diez años, la mayor producción mundial de cereales necesaria para alimentar el crecimiento de la población se originará en mayor medida a partir del crecimiento del rendimiento y la intensificación de la producción (mejores semillas, eficiencia en el uso de insumos y mejores prácticas agrícolas), dada la existencia de ciertos límites al crecimiento de la tierra cultivable disponible. El acceso limitado a las nuevas tecnologías en algunos países y la falta de la inversión podría limitar el crecimiento, sumado al aumento de las preocupaciones ambientales.

Este organismo proyecta que el crecimiento de la demanda de cereales sería menor en comparación con la década anterior, debido a la combinación de varios factores: un menor crecimiento de la demanda de raciones y una menor demanda de cereales para biocombustibles y otros usos industriales. Por otra parte, el consumo per cápita de la mayoría de los cereales ya ha alcanzado niveles de saturación en muchos países, por lo que no se espera una mayor

<sup>12</sup>. FAO. Situación Alimentaria Mundial. Octubre de 2022

demanda por ese lado, sin embargo, el crecimiento demográfico aumentará el consumo de cereales como alimento principalmente en los países de ingresos bajos y medios-bajos.

La utilización de harina proteica se verá limitada por un crecimiento más lento de la producción mundial de aves de corral y ganado, ya que la harina proteica se utiliza casi en su totalidad como alimento para animales. Asimismo se espera una mayor eficiencia alimenticia combinada con esfuerzos para lograr proporciones más bajas de harina proteica en las raciones de alimentos para el ganado, así como un menor uso de aceites para la elaboración de biocombustibles.

Por su parte, las perspectivas del 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, y también coinciden en que ese incremento no compensará seguramente la depreciación del dólar y en consecuencia caerían en términos reales.

Como se puede observar en los gráficos precedentes, los precios de los alimentos (granos, oleaginosos y carne), se encontraban en 2022 en niveles máximos históricos o cerca de ellos. Se espera un ajuste a la baja durante los próximos años que ya ha comenzado en prácticamente todos los productos y que culminaría entre 2023 o 2024, para luego comenzar a aumentar ligeramente en términos nominales, mientras que disminuiría en términos reales siguiendo la tendencia a largo plazo de la agricultura.

FAO-OCDE y USDA proyectan precios al 2031 y según estas fuentes al final del período los valores estarán por debajo de los récords de 2022 para el maíz, el sorgo y el trigo. Para el caso de la carne bovina USDA proyecta una leve recuperación al 2031, mientras que FAO-OCDE una reducción. Importa destacar que el punto de partida es el más alto de la serie.

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

Cultivo	FAO-OCDE	USDA
Maíz	-2,9%	-3,0%
Soja	-2,7%	-2,1%
Trigo	-0,8%	-2,5%
Carne Bovina	-1,6%	1,6%

Fuente: CARE en base a USDA y OECD-FAO

**Nota:** incremento acumulativo anual 2022 a 2031

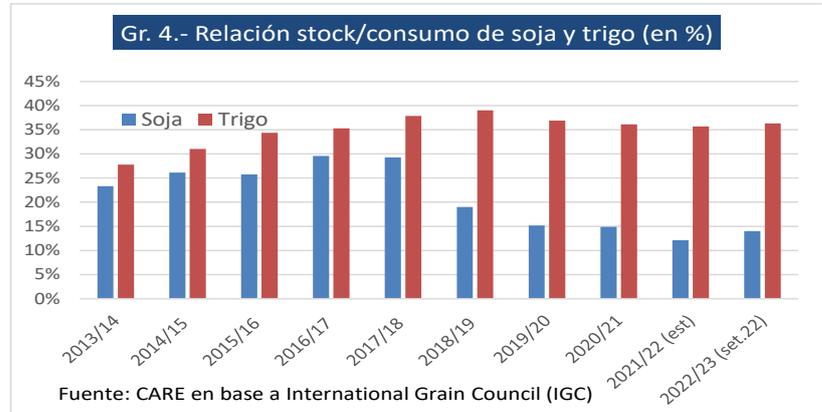
FAO-OECD son precios internacionales, USDA son precios al productor

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 (trigo y colza), como para la soja y el maíz. Sin embargo, en la actualidad el sector debe enfrentar un mercado muy volátil, con posible tendencia a la baja, con altos precios de la energía y los insumos y frente a un panorama climático que augura una sequía, ya está instalada, para la próxima zafra de verano.

Del análisis del ratio stocks/consumo surge que 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.



## • 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.

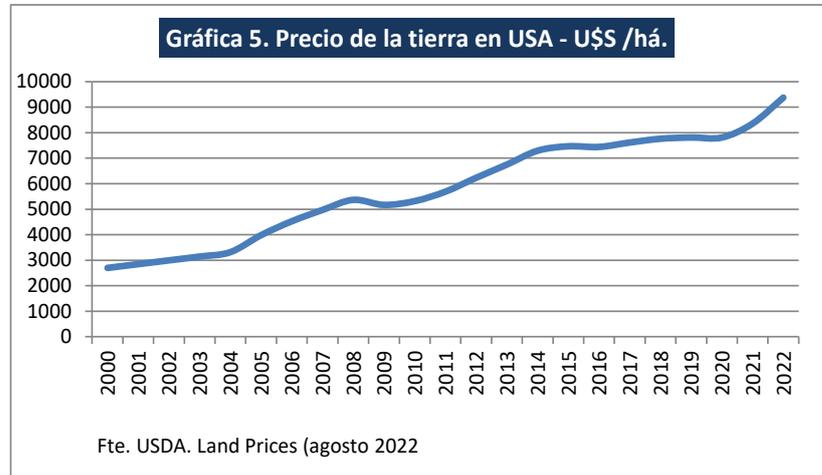
Las perspectivas de demanda internacional por tierra siguen siendo alentadoras y ubicarían los precios en niveles crecientes para el corto y mediano plazo, pero a tasas más moderadas que en el pasado. Sin embargo cabría esperar para el corto plazo incrementos en los precios por encima de la tendencia, como consecuencia de los mayores precios de las commodities y la alta inflación internacional, sumado a que prácticamente no ha habido aumentos en los precios desde 2014.

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, en ambos casos en forma muy moderada. Cualquiera de los dos shocks negativos en el nivel de precios, fueron revertidos en pocos años.

El precio de la tierra (promedio) se había mantenido relativamente estable entre 2017 y 2020, con aumentos en el entorno a la inflación del dólar, pero en los últimos dos años parece recuperar una tendencia alcista en términos reales. En el año 2021 los precios promedio de la tierra aumentaron un 7%, y en el año 2022 el aumento fue del 12%. Si se analiza por separado las

tierras agrícolas de las ganaderas, las primeras tuvieron entre 2022 y 2021 un aumento del 14,3% mientras que las segundas un 11,5%; esto se explicaría por los aumentos de precio de los productos agrícolas. El aumento de la inflación en EEUU, también explicaría estos recientes aumentos en el precio de la tierra, especialmente el de 2022.



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 2022, 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)**

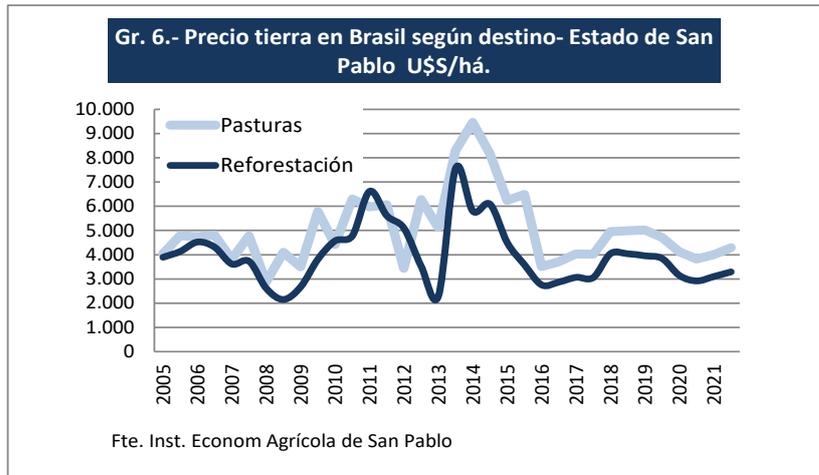
	2018	2019	2020	2021	2022	Variación 2022/21
Regada	11.787	11.787	11.613	11.861	13.344	13%
No regada	8.352	8.278	8.402	9.143	10.378	14%
Variación en porcentaje	41%	42%	38%	30%	29%	

Fuente: elaborado en base a datos de USDA, Land Prices, Octubre 2022

En este caso, el aumento del precio de la tierra agrícola en 2022 respecto de 2021 tuvo un aumento de un 13% en el caso de la regada o un 14% en el caso de la no regada.

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

Para el año 2021, último reportado por el Instituto de Economía Agrícola de San Pablo los precios de la tierra aumentaron en forma importante en dólares, en el entorno del 12%, recuperando parte de la reducción que se había verificado en el año anterior (18% para las tierras de pastoreo y un 21% para las de que tienen por destino la silvicultura y pasturas naturales), lo que se debió en gran medida a la devaluación del real.



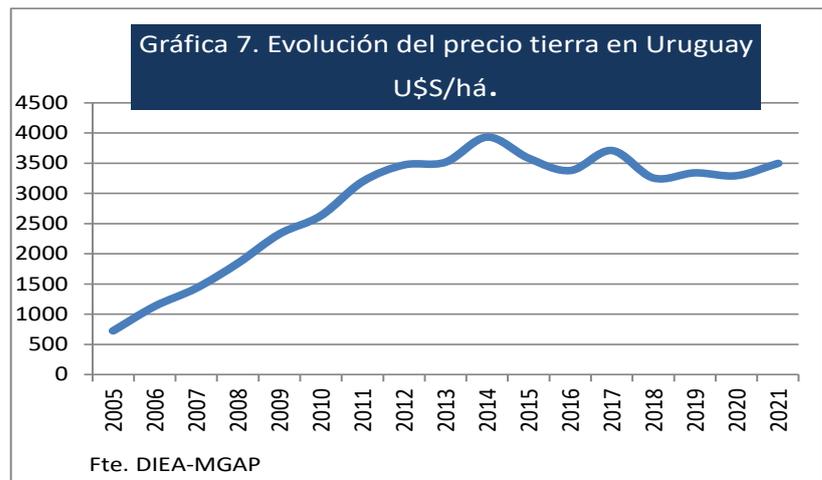
La particular situación de Argentina hace imposible disponer de una serie de precios actualizada y confiable de la tierra. La alta volatilidad de las políticas, las elevadas detracciones a las producciones agrícolas, los desajustes macroeconómicos y las restricciones al manejo de las divisas, generan 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 2021 DIEA reporta un incremento del 6,2%<sup>13</sup>.

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. No obstante, en el 2021 se observa un repunte (52%) en la superficie comercializada respecto del año anterior, aunque aún se mantiene por debajo de las hectáreas comercializadas anualmente entre 2000 y 2014

En base a la información recogida por algunos operadores de mercado, cabría esperar para este año 2022 un nuevo repunte en los precios, consecuencia de una mayor demanda derivada de los buenos precios de los commodities, especialmente teniendo en cuenta la alta inflación internacional y los niveles actuales de precio de los campos que no muestran incrementos sostenidos desde 2014.

<sup>13</sup> "Precio de la Tierra" Compraventas año 2021, publicado el 29 de marzo de 2022.



Existen otras fuentes de información realizadas por consultoras y operadores del mercado<sup>14</sup>, 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%, coincidiendo en gran medida con la información publicada por DIEA para el promedio de tierras del país.

Existe una proporcionalidad comprobada<sup>15</sup> 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.

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.

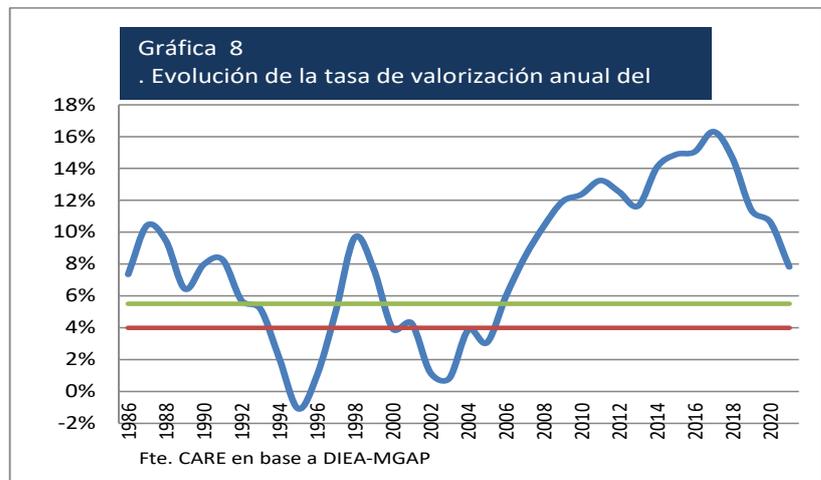
Para ello CARE analizó con la información de los precios de la tierra (en dólares corrientes) de una serie de 52 años (1970 a 2021) la variación anual en períodos de 15, en donde se observa lo siguiente:

- 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 períodos 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

<sup>14</sup>. SERAGRO, Agroclaro, Consur y operadores privados

<sup>15</sup>. B. Lanfranco y G. Sapriza (Serie Técnica N° 187 de INIA, "El índice CONEAT como medida de productividad y valor de la tierra" 2011)

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 variaciones de corto plazo derivadas por ejemplo de la evolución de la tasa de interés internacional.

## 2.- 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. uy<sup>16</sup> de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrian Tambler

<sup>16</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.**