

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

Montevideo, noviembre de 2020

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

Calificación de Oferta Pública 23 - noviembre - 2020

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 abril de 2021 ¹
Manual utilizado:	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros.
Comité Calificación:	Martín Durán, Julio Preve y Adrián Tamber.

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.
- Los informes del operador (Bearing Agro), muestran que los avances logrados están adecuadamente alineados con el plan de negocios propuesto. En ese sentido, la empresa sigue mostrando capacidad de llevar adelante el proyecto y cuenta con el compromiso de sus miembros, lo que se observa en los informes referidos y en las visitas a los predios. Se destaca que la misma empresa ya concretó 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 un nuevo flujo financiero con información real hasta el primer semestre de 2020 del que desprende una TIR del 4,6%, según la hipótesis más probable a juicio de CARE; es menor a la última estimada, pero se mantiene dentro de rangos aceptables para la calificadora.
- Por otra parte, y a la luz de los cambios en el panorama financiero internacional, se recalculó la Tasa de retorno esperada del capital, manteniéndose las conclusiones (véase Sección IV).
- Se destaca la alineación de incentivos entre el fideicomiso y el operador ya que este último adquirió certificados de participación por el 7,5% del monto total de la emisión con un total de 3,75 millones de dólares.
- Ya se ha culminado con la compra de los campos y con las inversiones en riego, son tres establecimiento por un total de unas 5.900 has, de las cuales se riegan unas 2.300 hectáreas de maíz y soja. En la zafra de verano 2019/20 se sembraron 870 hectáreas de maíz de primera, un 92% bajo riego y 2.400 hectáreas de soja, un 46% bajo riego y un 92% de primera. La superficie bajo riego fue menor a la esperada en el año meta ya que uno de los campos no se pudo regar porque no estaban culminadas las inversiones. En la zafra de invierno de la actual zafra 20/21 se sembraron 310 hectáreas entre cultivos de colza y cebada cervecera, 279 has de carinata (en subarrendamiento) y en el resto del área se realizaron cultivos de cobertura. Las superficies ganaderas ya están también bajo explotación y hay 293 Hás de forestación (Montes del Plata).

- Para el caso de los commodities agrícolas, la coyuntura se presenta más favorable que en los años más recientes. La pandemia no ha modificado mayormente y hasta ahora, la demanda ni la oferta de alimentos, pero los precios han mostrado una recuperación continua en los meses más recientes. Esto posiblemente sea consecuencia de una demanda sostenida y levemente creciente por parte de China (en soja), sumado a la debilidad del dólar y una menor cosecha en los Estados Unidos de América producto de un clima adverso. La agricultura se presenta hoy en día como una oportunidad coyuntural, con la amenaza de una posible falta de agua en el verano próximo producto de la sequía, lo cual no debería ser mayor problema para este fideicomiso. Para el largo plazo, la diferente bibliografía consultada, coincide en mantener las proyecciones respecto de que los precios nominales en el largo plazo tendrán aumentos, pero por debajo de la inflación del dólar.
- El mercado de tierra agrícola, si bien está afectado por coyunturas de corto plazo así como de decisiones nacionales e internacionales de políticas que afectan el tipo de cambio real, para el largo plazo presenta tendencias de incremento en sus precios, aunque a tasas menores a las proyectadas en años anteriores. Si bien el precio de la tierra ha mostrado una leve tendencia a la baja en nuestro país y muestra en los últimos años un comportamiento muy variable, el patrimonio en tierras y mejoras del Fideicomiso que surge de los Estados Contables es levemente superior al valor de la emisión. En particular, para estos campos, las últimas tasaciones disponibles a diciembre de 2019 muestran un aumento significativo en el valor, lo cual se explica en parte por las inversiones realizadas en represas, riego, electrificación, caminos y otras mejoras.
- No se advierten amenazas en lo que respecta a las políticas públicas.

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 Tamber y Martín Durán Martínez. El análisis de las contingencias jurídicas fue realizado por el Dr. Leandro Rama Sienra².

Esta calificación, tiene vigencia hasta el 30 de abril de 2021, 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, 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.

². Disponible en la calificación original, 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 del arrendamiento de esas tierras, siguiendo protocolos de inversión y administración.

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

Las principales características del proyecto son:

- Administración a cargo de Bearing Agro S.A, una compañía con probada habilidad, en la administración de inmuebles destinados a la actividad agrícola, con especialidad en riego.
- Se adquirieron 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 regará en forma plena a partir de la zafra 20/21.

En la campaña de verano 2019/20 se sembraron en total 3.281 hectáreas de cultivos, todos de verano. En total fueron unas 870 hectáreas de maíz de las cuales aproximadamente el 92% fueron bajo riego y unas 2.410 has se sembraron con soja, de las cuales el 34% regadas.

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.

Cuadro 1: Uso de suelo en hectáreas en la campaña verano 2019/20

Predio	Maíz		Soja		Total		Ganadería
	con riego	sin riego	con riego	sin riego	Agrícola	Forestación	
Las Acacias	374	48	326	159	907	109	477
Santa Elena	427	23	495	601	1.546	184	699
Selva Negra	-	-	-	828	828	-	120
Superficie total	801	71	821	1.588	3.281	293	1.296

Fuente: El operador

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

La última tasación de los campos del fideicomiso se realizó a diciembre de 2019, y considerando la tierra más las inversiones ascendió a 56,95 millones de dólares.

2.2. Hechos salientes del Período

- Los resultados productivos de la zafra 19/20 fueron muy buenos en las áreas bajo riego, lográndose rendimientos en el entono de los 10,1 toneladas por hectárea en promedio para el caso del maíz y de 3,6 toneladas por hectáreas para las sojas de primera. En las áreas de secano, y producto de la sequía los rendimientos fueron afectados en forma variable, lográndose para el caso del maíz rendimientos promedio de 6,8 tons/ha y para las sojas de primera unos 1,86 tons/ha. Las sojas de secano más afectadas fueron las del predio de Santa Elena, con rendimientos que apenas superaron los mil kilos en la hectárea.
- Para la zafra 20/21 se sembraron cultivos de invierno: 189 hás de colza, 122 hás de cebada y 279 hás de carinata, este último cultivo no fue realizado por el aparcero, sino bajo un contrato de subarrendamiento. En el resto del área agrícola se realizó un cultivo de cobertura.
- En la zafra 20/21 se sembrarán como cultivos de verano unas 1914 hectáreas de soja de las cuales el 60% se regará y se sembrarán unas 1276 hectáreas de maíz de las cuales el 88% se riega. En total, entre cultivos de invierno y de verano habrá 3.500 hectáreas de agricultura realizadas por el aparcero más las 279 hás de carinata plantadas por un tercero.

3. Información analizada

La información analizada fue la siguiente:

- Informes de cierre de campaña 2019/20 del Aparcero al 10 de noviembre del 2020
- Estados Contables Intermedios del Fiduciario al 30/06/2020.
- Estados Contables Intermedios del Fideicomiso al 30/09/2020.
- Estados Contables de Bearing Agro al 30/06/2020.
- Nuevo modelo financiero proyectado, presentado por el Aparcero.

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 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 30/6/20 y su comparativo con ejercicios anteriores se presenta en los cuadros siguientes.

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

Concepto	30/06/2020	31/12/2019	31/12/2018
Activo	112.344	85.019	74.608
Activo Corriente	22.849	5.306	4.257
Activo no Corriente	89.495	79.713	70.351
Pasivo	96.225	71.187	61.016
Pasivo Corriente	96.225	71.187	61.016
Pasivo no Corriente	-	-	-
Patrimonio	16.119	13.831	13.592
Pasivo y Patrimonio	112.344	85.019	74.608
Razón Corriente	0,24	0,07	0,07

Fuente: EE.CC TMF

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

Concepto	30/06/2020	30/06/2019	31/12/2019
Comisiones ganadas	10.230	8.022	16.964
Costo Servicios Prestados	(1.633)	(1.178)	(2.086)
Resultado Bruto	8.598	6.844	14.878
Gastos Administración y Vtas.	(4.809)	(2.752)	(11.534)
Resultado Operativo	3.789	4.091	3.344
Resultado Financiero	10	(814)	(1.480)
IRAE	(1.511)	(1.069)	(1.623)
Resultado del Periodo	2.287	2.208	239

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 30/6/20, 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. Adicionalmente la empresa lleva adelante otra operación análoga a ésta, que también se viene desarrollando satisfactoriamente.

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 USD3.75 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 USD5.625.000 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 30/6/20 en versión preliminar no auditada. Si bien el mismo presenta un resultado primario deficitario, nada hace suponer que la firma presente dificultades que pongan en riesgo su rol en esta operación. La situación patrimonial continua 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.

3. El Fideicomiso³

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

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

El estado de situación y resultados según EE CC intermedios del fideicomiso al 30/9/2020 se presenta en los cuadros siguientes

³. En Nota 16 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 4: Estado de Situación del Fideicomiso (miles u\$s)

Rubros	30/09/2020	31/12/2019	31/12/2018
Activo	57.357	58.887	53.087
Activo Corriente	467	1.908	1.685
Activo no Corriente	56.890	56.979	51.402
Pasivo	4.728	6.149	2.223
Pasivo Corriente	422	2.208	1.525
Pasivo no Corriente	4.307	3.942	699
Patrimonio	52.628	52.737	50.864
Pasivo y Patrimonio	57.357	58.887	53.087
Razón Corriente	1,11	0,86	1,10

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Puede comprobarse 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 sigue estando compuesto por 11 padrones distribuidos en tres establecimientos, todos ellos ubicados en el Departamento de Soriano y que totalizan 5.918 há. El valor contable neto al cierre del periodo informado, incluyendo tierra y mejoras incorporadas (básicamente obras vinculadas a infraestructura de riego) es de casi USD 57 millones. Se recuerda que la tasación a valor razonable de los campos se realiza una vez al año en ocasión del cierre del ejercicio anual por lo que el valor citado, recoge la tasación de fin de 2019.

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

Rubros	30/09/2020	30/09/2019	31/12/2019
Ingresos comerciales	1.061	508	812
Valuación propiedades	-	-	3.970
Costos operativos	(424)		
Ingresos operativos netos	637	508	4.782
Gastos de Administración	(347)	(286)	(470)
Resultado Operativo	290	222	4.312
Resultado Financiero	120	(135)	(85)
Resultado antes IRAE	410	87	4.227
IRAE	(518)	(733)	(1.817)
Resultado del período	(109)	(646)	2.410

Fuente: EE.CC Fideicomiso

El resultado operativo parcial es superior al del mismo periodo del año anterior y no refleja aún, por lo dicho en el párrafo anterior, el posible cambio de valor en los campos una vez se realice la nueva tasación correspondiente al cierre del ejercicio en curso.

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 el plan de inversiones; teniendo presente además el seguimiento que hace el Fiduciario de aspectos centrales para su desempeño; 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. El modelo de negocios original suponía la adquisición 6.790 hectáreas rurales, las cuales representarían un área agrícola de 4.414 hectáreas y un área bajo sistemas de riego de 3.000 hectáreas. Finalmente se adquirieron unas 5.900 hectáreas, con un área agrícola de 3200 y un potencial de riego de unas 2.300 hectáreas. El ajuste a la baja que se verificó en la superficie final ameritó un ajuste en el modelo financiero en oportunidad de la actualización realizada en abril de 2018.

En esta oportunidad, una vez culminadas las inversiones y luego de cerradas las primeras zafras agrícolas, el aparcero presenta un nuevo ajuste en el modelo financiero.

Los supuestos utilizados en esta última proyección fueron los siguientes:

- Se considera la inversión real, y los resultados efectivos hasta el fin de la zafra 2019/20.
- Estimación completa de gastos.
- Los precios y los rendimientos esperados a juicio de CARE resultan razonables
- Se supuso que el valor residual de los equipos de riego en el flujo de fondos del proyecto en el período de proyección es nulo, liquidándose los activos netos del Fideicomiso en el año 15.
- El crecimiento esperado en el precio de los commodities se supuso en un 3% nominal, al igual que el aumento de los costos.
- Un aumento del precio de la tierra del 5,5% anual.

Un aumento sostenido en los precios de los commodities del 3% al igual que un incremento del 5,5% en el precio de la tierra parece para CARE un poco 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 (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

un 3,5 y un 4%, sin contar la valorización debida a la incorporación de la infraestructura de riego.

A juicio de CARE este porcentaje de incremento en los precios de los productos agrícolas (3%) y que por lo tanto determina la evolución del ingreso por aparcerías, es relativamente más alto que el esperado por las diversas fuentes consultadas⁴. Esto se hizo notar en ocasión de la calificación original y en la actualidad parece confirmarse, ya que los principales analistas internacionales coinciden en que la recuperación de los precios en el mediano plazo apenas si alcanzarán a compensar la inflación norteamericana (entre 0,7 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%.

Por otro lado cabe destacar que no habrá vacancia en cuanto la explotación de los campos (al menos en el área agrícola) ya que el contrato de aparcería cubre la totalidad del período y hasta la extinción del Fideicomiso.

En este sentido, en oportunidad de la calificación original se realizaron diversas sensibilizaciones por parte del estructurador y también por 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. En esta oportunidad, se vuelven a realizar algunas sensibilizaciones al disponerse de un nuevo flujo financiero.

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 nuevo flujo financiero presentado para esta actualización arroja una Tasa Interna de Retorno calculada por CARE de 5,61% en el escenario base (5,5% de aumento del precio de la tierra y 3% de aumento de precios agrícolas). Los supuestos de rendimientos son compartibles, pero los incrementos en el precio de la tierra y de los productos agrícolas, como ya se comentó en principio parecen levemente 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 10 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 40% (USDA)⁵. 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

⁴. FAO-OCDE, USDA y Banco Mundial, Ver Capítulo V.

⁵. Land Values 2020 Summary, Agosto de 2020, USDA

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.

Cuadro 6. 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%	1,9%	2,0%	2,2%	2,3%
2,0%	3,2%	3,3%	3,4%	3,4%
3,0%	3,8%	3,9%	4,0%	4,1%
4,0%	4,5%	4,6%	4,6%	4,7%
5,5%	5,5%	5,6%	5,6%	5,7%

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 1,9%. 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 bajos, habrá seguramente en todos los casos incrementos moderados, aunque por debajo de la inflación 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 (mayor precio y más productividad); este escenario arrojaría una TIR del 4,6%.

2.2 Nueva estimación del Costo de Oportunidad del Capital

Con el objetivo de testear algunos cambios en las tasas de interés internacionales y en el riesgo país ocurridos en el último año, CARE actualizó en esta oportunidad el análisis del costo de oportunidad del capital para

descontar los flujos de fondos, en el entendido de que se constituye en un indicador importante para comparar con la TIR esperada del inversor.

Para esto se utilizó el modelo de valoración CAPM (Capital Asset Pricing Model) y, siguiendo a Damodaran⁶ se adicionó a éste una prima que contempla el riesgo específico del mercado en el que se ejecuta el proyecto. En consecuencia para el cálculo del costo de los fondos propios se aplica la siguiente fórmula:

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

Donde:

E(ri): Tasa de retorno esperada del capital

β_{im} : Riesgo sistemático propio respecto del riesgo de mercado⁷.

rf: tasa libre de riesgo. (Treasury Bonds de USA).

E(Rm) – Rf: Prima de Riesgo de mercado. Es el premio por riesgo específico al mercado que opera el proyecto. Se toma la diferencia entre el rendimiento de los títulos de renta variable⁸ y la tasa libre de riesgo.

Erp: Prima por riesgo específico a la compañía o proyecto evaluado. Se considera en nuestro 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, en que el rendimiento se ubicaba entre 5 y 7%. En los últimos diez años, ese rendimiento se ubicó en 2,19%, y actualmente en valores más bajos⁹. Luego del repunte de la tasa de interés de estos bonos a partir de julio de 2016 y hasta noviembre de 2018, como consecuencia del aumento de la tasa de interés de la FED, el rendimiento comienza a caer y todo parece indicar que por el momento se mantendrán en estos mínimos niveles.

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 2020 se ubica en 0,5, 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 plazo¹⁰. En este sentido, para el caso del rendimiento de los bonos americanos se consideró 2,22% y para el riesgo país (índice UBI), se consideraron 1,82 puntos básicos.

⁶. A. Damodaran, “Estimating Equity Risk Premiums” Stern School of Business.

⁷. Se consideraron los betas promedio de empresas de producción primaria de bienes agrícolas en mercados emergentes según A. Damodaram. El parámetro “beta unlevered” de Damodaram, para enero de 2019 se ubica en 0,48%.

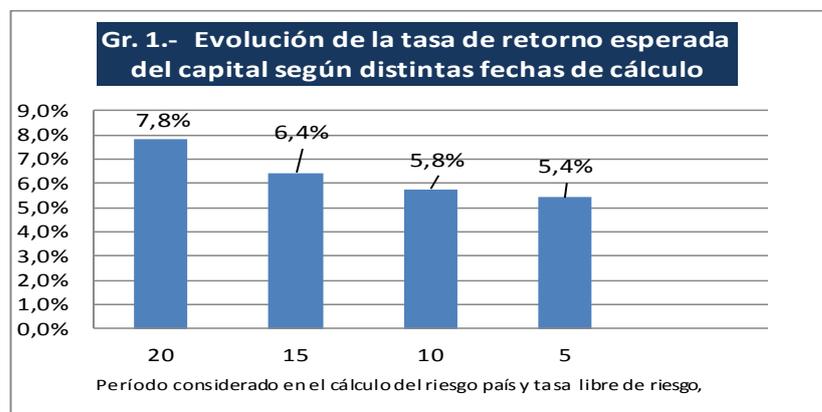
⁸. Equity Risk Premium del S&P 500

⁹. Los efectos de la pandemia del coronavirus afectaron los mercados financieros y en la actualidad los rendimientos de estos bonos están con tasas muy bajas en el entorno de 0,6%.

¹⁰. En el momento actual, las tasas de interés internacionales están muy afectadas por la coyuntura internacional derivada de los efectos del coronavirus y los efectos que tendrá sobre la economía mundial.

Aplicando estos valores se llega a una tasa de retorno esperada para el capital propio del 5,42%. Este valor es inferior a la TIR esperada del inversor para la última estimación previo a su sensibilización (5,6%), pero superior a la estimada para un escenario menos optimista y posiblemente más probable (4,6%). Si bien estas comparaciones no pueden tomarse en sentido estricto, constituyen una referencia que – entre otras- ayuda a conformar un juicio acerca de la inversión original comparada con la coyuntura actual.

El costo de oportunidad del capital propio 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). En la siguiente gráfica se comparan los niveles actuales con los que cabía esperar con los valores promedio de los últimos 20, 15, 10 o 5 años.



3.- Tasación de la Tierra

La última tasación de los campos del fideicomiso se realizó a diciembre de 2019 y la próxima será a diciembre de 2020. La empresa tasó los campos y las mejoras realizadas en riego, mostrando incrementos muy significativos en los valores, respecto de los precios de adquisición. Estos aumentos de valor, contrastan con lo que viene ocurriendo en el resto de los inmuebles rurales del país (ver Sección V), pero tiene parte de su explicación en las importantes inversiones que se han venido realizando en los predios.

Cuadro 7. Valor de tasación en dólares por hectárea al 31 diciembre

Establecimiento	Superficie	Precio de compra USD/ha	Precio tasación al 31/12/18	Precio tasación al 31/12/19
Las Acacias		1.734	6.500	9.300
Santa Elena		2.784	6.500	7.000
Selva Negra		1.400	6.500	s/d
Total		5.918		

Fuente: CARE en base a informes de Tasaciones

En el siguiente cuadro puede observarse la incidencia que tiene sobre el valor total de los campos las inversiones en riego, ya que las mismas consideran las fuentes de agua, bombas, caminos, cañerías, pivots, etc.

Cuadro 8. Tasación de los campos y sus mejoras en riego (en dólares)

Establecimiento	Tierra	Mejoras en riego	TOTAL
Las Acacias	15.439.146	3.636.861	19.076.007
Santa Elena	19.488.000	5.355.027	24.843.027
Selva Negra	9.520.000	3.510.148	13.030.148
Total	44.447.146	12.502.036	56.949.182

Fuente: CARE en base a informes de Tasaciones

Riesgos considerados:

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

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

V. EL ENTORNO

El análisis de entorno refiere a la evaluación de factores futuros que pueden afectar la generación de los flujos propuestos, pero que derivan de circunstancias ajenas a la empresa y refieren al marco general. Tienen que ver con la evolución esperada de los mercados interno o internacional de insumos, productos, bienes, así como con el análisis de políticas públicas capaces de incidir directamente en el cumplimiento de los objetivos planteados. Por políticas públicas se entiende no solo las domésticas sino las de los países con los que existe comercio.

Las proyecciones básicas de largo plazo relativas a las perspectivas agrícolas no se han modificado a pesar de las condiciones imprevistas originadas por la actual pandemia de la enfermedad por coronavirus (COVID-19). En tal sentido se mantienen las proyecciones de que la oferta crecerá por encima de la demanda y en consecuencia habrá una tendencia a la disminución de los precios en términos reales, aunque los precios podrán subir nominalmente. Para la coyuntura, luego de una primera respuesta de los precios a la baja por la abrupta caída de la demanda por los efectos de la pandemia, se produce un rebote en los precios y hoy -al menos para el corto plazo- las perspectivas para la agricultura parecen más favorables. El índice de precios agrícolas de la FAO, muestra 5 meses seguidos de aumentos, y ya en octubre de 2020 se ubica un 6% por encima de un año atrás. Esto se puede deber a una demanda sostenida y levemente creciente por parte de China (en soja), sumado a la debilidad del dólar y una menor cosecha en los Estados Unidos de América producto de un clima adverso.

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

Cabe destacar que los aspectos favorables sobre el negocio agrícola que fueron argumentados en profundidad en el prospecto de emisión y en la calificación original, hoy no parecen tan robustos, al menos para el largo plazo. En esa ocasión se dieron razones fundadas sobre el crecimiento a largo plazo del precio de la tierra, tales como los referidos a la demanda mundial de alimentos, la urbanización, la mejora de la productividad agrícola, el crecimiento del ingreso de los países menos desarrollados, etc. Esos elementos siguen siendo válidos para el largo plazo, pero el aumento de la productividad, el incremento del proteccionismo, los conflictos comerciales, sumado a un crecimiento más moderado de las economías mundiales y los posibles efectos de la crisis sanitaria mundial, determina que para el largo plazo los precios se mantendrían en los niveles del pasado reciente, seguramente con pequeños aumentos pero menores a la inflación del dólar. No obstante, la actual coyuntura y las perspectivas para el corto plazo surgen más auspiciosas para algunos rubros, principalmente los agrícolas

Se han registrado modificaciones en la economía mundial que se reflejan en algunos cambios en el comportamiento de los precios tanto de la tierra como de los productos agropecuarios, tales como:

- En primer lugar hay que considerar los efectos de la pandemia, que generaron en primera instancia una reducción de los precios agrícolas como consecuencia de los impactos económicos sobre buena parte de las economías mundiales. No obstante, luego de esa primer reacción, los precios se recuperan rápidamente por varios motivos, tal como se desarrollará más adelante.
- Las economías avanzadas venían en una marcada desaceleración del crecimiento previo al 2020 y esa tendencia parecía mantenerse para el mediano plazo. La pandemia dejará un año 2020 con una caída importante en el PBI de la mayor parte de los países, lo que puede tener efecto en la demanda. Se espera un rebote para el próximo año, pero su magnitud y sus efectos aún parecen ser difíciles de prever, por su parte las elecciones en EEUU agregan una cuota más de incertidumbre.
- Las economías de los mercados emergentes que fueron el sostén de la década pasada, mediante el sostenido aumento de la demanda derivada del crecimiento económico, ya mostraban un enlentecimiento en esa dinámica determinando una reducción de la tasa de crecimiento de la demanda por materias primas y alimentos
- Este enlentecimiento en el crecimiento mundial ha determinado que la demanda por alimentos creciera por debajo del incremento de la oferta y por lo tanto se comenzaron a generar excedentes y en consecuencia precios más deprimidos para las materias primas.
- 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 vienen subiendo 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, habrá que ver si será posible aprovechar esa coyuntura, ya que las previsiones del clima no son las mejores al esperarse un verano seco como resultado del "fenómeno niña".

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 afectan 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 15% de los retornos de la inversión.

Los precios agrícolas mostraron un fuerte aumento en sus valores a partir de 2005. 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.

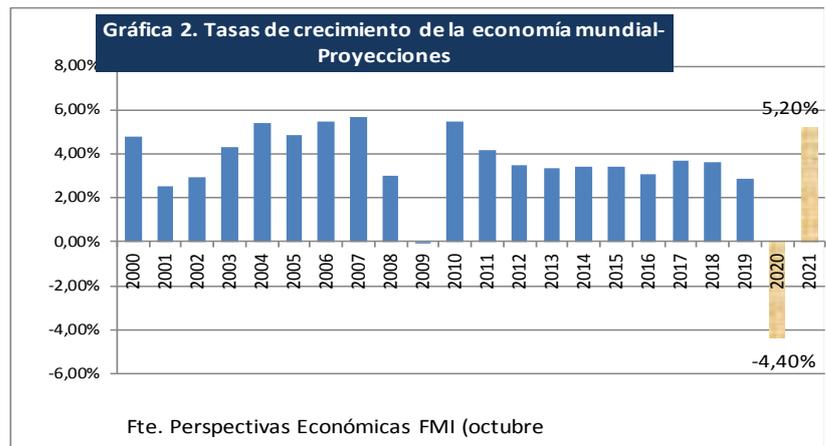
Las principales causas que impulsaron los precios al alza hasta el 2017 no se mantuvieron y el panorama hoy es diferente, más allá de algunos movimientos del pasado reciente que al igual que los de largo plazo se describen más adelante. CARE consultó diversas fuentes de información y todas coinciden con lo que a continuación se describe¹¹.

El último informe de Perspectivas Agrícolas de OECD-FAO estima que para el próximo decenio, la importancia relativa del uso de alimentos, raciones y biocombustibles no cambiaría sustancialmente, dado que no se prevén grandes cambios estructurales en la demanda de productos básicos agrícolas. El aumento de la población mundial sigue siendo el principal factor de crecimiento, aunque los perfiles de consumo y las tendencias previstas varíen en función del nivel de desarrollo de cada país.

De esta manera, habría que prever una disminución real de los precios de la mayoría de los productos básicos alimenticios, como consecuencia de que las mejoras en la productividad dominarían sobre los factores que dan lugar a un aumento de los precios, como las limitaciones de recursos y el aumento de la demanda provocado por el crecimiento de la población y de los ingresos. Esto no implica que en coyunturas especiales los precios se aparten de esa tendencia general, como es lo que estaría ocurriendo en los últimos meses.

El Fondo Monetario Internacional (FMI), en sus previsiones 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 Covid19, lo que ha llevado al mundo a transitar por una crisis sin precedente. En su último informe del 13 de octubre proyecta una caída del 4,4% de la economía mundial para el 2020 y un aumento del 5,2% para el 2021. En este año 2020 solamente China crecerá y lo hará en un 1,9%.

¹¹. Perspectivas Agrícolas FAO-OCDE 2020-2029 (julio de 2020); USDA Agricultural Projections to 2029 (febrero 2020); Banco Mundial-Commodity Markets Outlook (abril 2020) y Banco Mundial-Commodity Prices (octubre 2020) y FAO- Índice de Precios de los Alimentos.



Según las últimas proyecciones del FMI, “el crecimiento mundial alcanzará $-4,4\%$ en 2020; o sea, una contracción menos grave que la pronosticada en la actualización de junio de 2020. Esta revisión refleja niveles del PIB mejores que los previstos para el segundo trimestre, en particular en las economías avanzadas, cuya actividad comenzó a mejorar antes de lo esperado cuando los confinamientos se hicieron menos estrictos en mayo y junio, así como también indicios de una recuperación más fuerte en el tercer trimestre. El crecimiento mundial está proyectado en $5,2\%$ en 2021, un poco menos que lo pronosticado en la actualización de junio de 2020, dado que la desaceleración prevista para 2020 será más moderada y es consecuente con las expectativas de persistencia del distanciamiento social. Tras la contracción de 2020 y la recuperación de 2021, el nivel del PIB mundial en 2021 estaría apenas $0,6\%$ por encima del de 2019. Las proyecciones de crecimiento implican amplias brechas negativas del producto y elevadas tasas de desempleo este año y el próximo, tanto en las economías avanzadas como en las de mercados emergentes”.

Para el mediano plazo, el FMI estima que el PBI mundial rondará el $3,5\%$, una cifra que estaría por debajo de las proyecciones que se realizaron antes de la pandemia.

Los informes sobre las perspectivas de la economía mundial del FMI, establecen que estas proyecciones de base se fundamentan en presunciones muy críticas sobre las secuelas que dejará la pandemia. Las medidas que se han venido tomando, y que se vienen dilatando en el tiempo, relativas a los confinamientos, el distanciamiento social, el cierre de algunas actividades, etc., sumado al incremento de los costos en sanidad, generan importantes caídas en la productividad y por lo tanto en la producción.

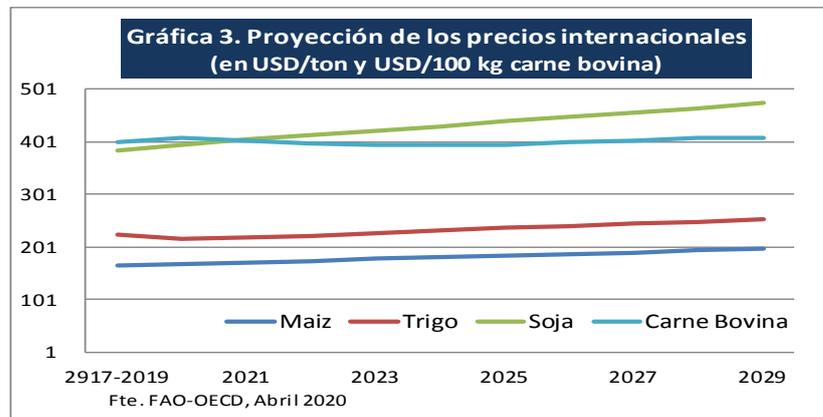
Las perspectivas del Banco Mundial, OCDE - FAO y el USDA¹² coinciden en describir para el largo plazo un panorama de recuperación muy bajo de los precios de productos agropecuarios durante la próxima década, pero también coinciden en que ese incremento no compensará seguramente la depreciación del dólar y en consecuencia caerían en términos reales.

¹². Idem 6.

La última publicación anual de FAO-OCDE Agricultural Outlook 2020-2029, establece la hipótesis de un panorama muy crítico para la producción de alimentos como consecuencia del Covid-19. Por un lado prevé la reducción de la oferta por reducción de los procesos de producción, logística y comercio y fuerte caída de precios como consecuencia de los problemas económicos de muchos países y en consecuencia mayor reducción de la demanda. Los rubros

más afectados serían los aceites vegetales y los productos de origen animal, por su parte los productos básicos se verían menos afectados.

Las últimas proyecciones a 10 años de FAO-OCDE plantean que habrá pequeños incrementos en los precios nominales (1,7% anual para trigo, 1,8% para maíz, 2,1% para la soja y no habría aumentos para la carne vacuna).



Por su parte, el Banco Mundial actualiza periódicamente su proyección de precios de las commodities. La última actualización es de abril de 2020, muestra cómo los precios de todos los rubros se espera tengan un leve crecimiento en dólares corrientes hasta 2030, aunque a tasas bajas (3,6% para soja, 2,8% para maíz, 0,6% para arroz, 1,7% para trigo y 0,4% para carne bovina).

El USDA 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 valores reales. La excepción parece ser el caso de la soja y posiblemente también el maíz; excepto para las proyecciones del USDA.

Cuadro 9. Tasa de evolución de los precios proyectadas para la década

Cultivo	FAO-OCDE	Banco Mundial	USDA
Maíz	1,8%	2,8%	0,6%
Soja	2,1%	3,6%	0,2%
Trigo	1,7%	1,7%	1,0%
Carne Bovina	0,0%	0,4%	0,0%

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

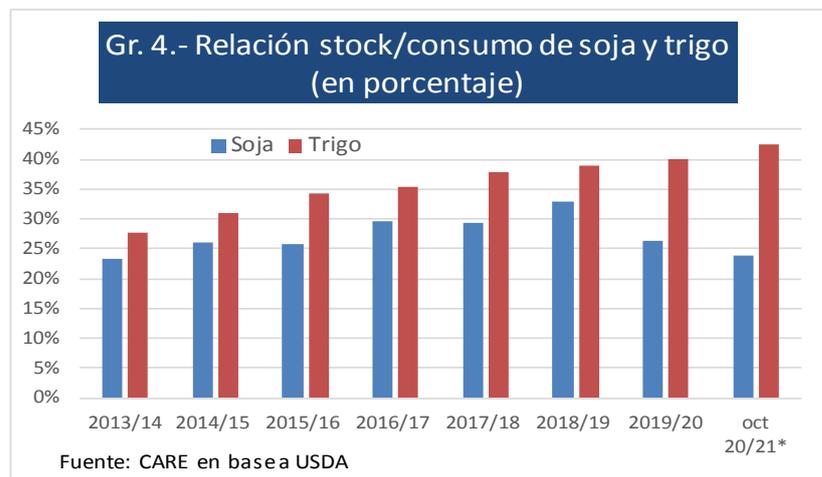
La tendencia de largo plazo parece estar clara, no obstante eso no implica que por situaciones coyunturales la trayectoria de los precios no pueda mostrar desvíos, tal cual parecería ser el caso actual.

En efecto, la FAO releva el índice de precios de los alimentos, que es una medida de la variación mensual de los precios internacionales de una canasta de productos alimenticios. Este índice se situó en setiembre de 2020 en un promedio de 97,9 puntos, es decir, 2,0 puntos (un 2,1 %) más que en agosto y 4,6 puntos (un 5,0 %) por encima de su valor hace un año. El valor de setiembre es el más elevado desde febrero de 2020 y representó el cuarto aumento mensual consecutivo. Los precios mucho más firmes de los aceites vegetales

y los cereales explican la última subida del índice, por el contrario, los precios de los productos lácteos se mantuvieron en general estables, mientras que los del azúcar y la carne retrocedieron respecto de sus niveles de agosto.

Esto indica que las perspectivas para las siembras de esta zafra parecen más auspiciosas que en los últimos años. 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.

Del análisis del ratio stocks/consumo surge que efectivamente nos encontramos para el caso de la soja con una relación relativamente baja en términos históricos, lo que refuerza la idea de que al menos para ese rubro las perspectivas para el corto plazo son auspiciosas. Algo similar ocurre en el arroz, los stocks se mantienen en niveles muy bajos lo que determina aumentos en los precios, que se podrán mantener hasta que se recompongan las existencias. NO obstante, para el caso del trigo la relación de stock/consumo se encuentra en valores muy altos, por lo que los recientes incrementos en los precios internacionales difícilmente se mantengan.



La política monetaria de los Estados Unidos de América podría tener también una incidencia en el valor nominal de las materias primas, ya que de mantenerse o profundizarse la debilidad del dólar los precios podrían también aumentar. Por este motivo, las elecciones en los EEUU generan también un importante grado de incertidumbre.

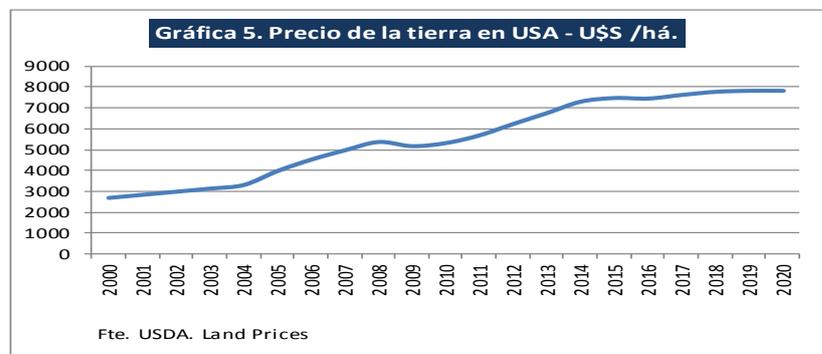
• El precio de la tierra

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

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

el comportamiento de los precios en diferentes países considerados de importancia

En lo que respecta, en particular al precio de la tierra en Estados Unidos, en lo que va del siglo XXI se observa una continua fase ascendente, con alguna excepción (2009 y 2015) en donde se verificaron mínimas reducciones, pero que no modifican la tendencia. El precio en Estados Unidos cayó únicamente en los primeros años de la década del ochenta ante el cambio de la política monetaria denominado "Plan 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 y para el año 2020 mantiene el mismo valor nominal que en el año anterior. Si se analizan los datos para las tierras agrícolas y para las ganaderas por separado, el comportamiento de la evolución de los precios es el mismo.



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 2020, muestra que los precios de las tierras irrigadas se ubican en el entorno de un 40% por encima de las no irrigadas. En zonas más secas, como por ejemplo en California, las tierras irrigadas valen un 180% más que las que no lo tienen.

Cuadro 10. Precio de la tierra regada y no regada en el Corn Belt de EEUU (USD/ha)

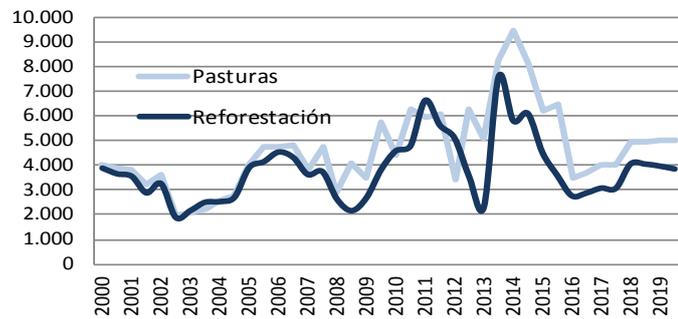
	2016	2017	2018	2019	2020
Regada	11.935	12.207	11.787	11.787	11.613
No regada	8.575	8.525	8.352	8.278	8.402
Variación en porcentaje	39%	43%	41%	42%	38%

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 2019, último reportado por el Instituto de Economía Agrícola de San Pablo los precios de la tierra para pasturas crecen levemente (1%) mientras que las que tienen por destino la silvicultura y pasturas naturales caen un 4,9%.

Gr. 6.- Precio tierra en Brasil según destino- Estado de San Pablo U\$S/há.



Fte. Inst. Econom Agrícola de S.P

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% y luego para el primer semestre de 2020¹³ el precio promedio de la hectárea media del país estaría mostrando una recuperación de un 5%.

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.

Gráfica 7. Evolución del precio tierra en Uruguay U\$S/há.



Fte. DIEA-MGAP

¹³. "Precio de la Tierra" Compraventas Primer Semestre de 2020, publicado en setiembre de 2020.

Existen otras fuentes de información realizadas por consultoras y operadores del mercado¹⁴, las que tratan de contemplar la calidad de las tierras corrigiendo los valores por el índice CONEAT y de esta forma hacer más comparable los valores. Existe una proporcionalidad comprobada¹⁵ 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 precio actual con una caída mayor (30%) que la que se nota utilizando los valores medios de la Serie de DIEA (11%). Esto se explicaría por la elevada proporción de campos agrícolas y forestales (algunos ya forestados) en las compraventas de los últimos años.

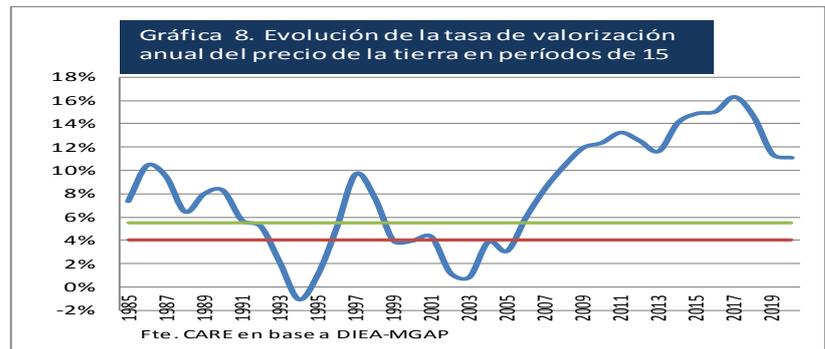
La valorización del precio de la tierra es un componente muy importante de ingreso final del fideicomiso (75%) por lo que lo que finalmente ocurra con su comportamiento tendrá una contribución sustancial con el retorno final de la inversión. El modelo financiero supuso una valorización acumulativa anual 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 51 años (1970 a 2020) 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 8,2%.
- 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 extender el plazo por hasta tres años más, pudiéndose evitar de esta forma que se deba vender en una coyuntura muy desfavorable.

¹⁴. SERAGRO, Agroclaro y operadores privados

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



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.

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. uy¹⁶ de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.

Comité de Calificación



Ing. Julio Pieve



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrian Tambler

¹⁶ **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.**