

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

*Montevideo, marzo de 2021*

---

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 23 -marzo - 2021

<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 noviembre de 2021 <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.
- 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. 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 noviembre de 2020 el operador presentó un nuevo flujo financiero con información real hasta el primer semestre de 2020 del que se 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.
- 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 aproximadamente 2.300 hectáreas de maíz y soja. En la zafra de invierno de 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. En la zafra de verano 20/21 se sembraron 1.300 hectáreas de maíz de primera, un 88% bajo riego y 1.720 hectáreas de soja, un 64% bajo riego. La superficie bajo riego estuvo en línea con lo proyectado para el año meta, pero en algún predio el agua no fue suficiente porque no habían llenado las represas; por su parte los cultivos de secano fueron afectados por la falta de lluvias durante buena parte del desarrollo. Las superficies ganaderas ya están también bajo explotación y hay 293 Hás de forestación (Montes del Plata).
- La última tasación de los campos del fideicomiso se realizó a diciembre de 2020, y considerando la tierra más las mejoras en riego ascendió a 55,24 millones de dólares, un 3,0% más bajo que en el año anterior.

- Las perspectivas de corto plazo para las commodities agrícolas se presenta más favorable que en los años más recientes, habiéndose alcanzado valores que no se observaban desde mediados del año 2014. Los precios han mostrado una recuperación continua en los últimos meses y a partir del segundo semestre del año 2020, de la mano de un incremento en la demanda de China (en soja y maíz básicamente), una leve reducción de la oferta, el debilitamiento del dólar y una reducción significativa en los stocks mundiales. Si bien la mayor parte de los analistas coinciden que se está frente a un nuevo ciclo positivo de las commodities, se mantienen las proyecciones respecto de que los precios nominales en el largo plazo tendrán aumentos, pero por debajo de la inflación del dólar, esto no implica que el corto plazo la coyuntura para las actividades agrícolas resulte muy auspiciosa.
- 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. No obstante, para el corto y mediano plazo podría esperarse un nuevo ciclo alcista en los valores nominales de la tierra, por encima de la tendencia de largo plazo. Esto sería como consecuencia de la suba en los precios de las commodities, la caída del precio de la tierra en los últimos años, el debilitamiento del dólar y las bajas tasas reales de interés.
- 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>.

Esta calificación, tiene vigencia hasta el 30 de noviembre 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,

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

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

Se trata de una estructura financiera de inversión a largo plazo respaldada por un activo tangible que aumenta de valor y un flujo de ingresos en base a un contrato de aparcería desarrollado mediante un plan de explotación llevado a cabo por el operador.

El Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas tiene como objetivo proveer a los inversores retornos a largo plazo, logrados esencialmente a través de la valorización del activo tierra, y a la vez, aunque en menor medida, del producto de aparcerías y en menor medida por arrendamiento de esas tierras, siguiendo protocolos de inversión y administración.

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

Las principales características del proyecto son:

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

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

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

## 2.2. Hechos salientes del Período

- En el ejercicio agrícola 20/21 en lo que refiere a cultivos de invierno el operador plantó colza y cebada. También se plantaron 279 hás de carinata, este último cultivo no fue realizado por el aparcerero, sino bajo un contrato de subarrendamiento. En el resto del área agrícola se realizó un cultivo de avena de las cuales se cosecharon 94 hectáreas para obtener semilla para uso propio. En el siguiente cuadro se presentan las áreas cultivadas con los rendimientos obtenidos por el aparcerero.

**Cuadro 1: Área de cultivos de invierno y rendimientos año 2020**

Cultivo	Hás	Rend. tt/ha
Colza	189	1,75
Cebada	121	5,54
Avena (para semilla)	94	1,52

Fuente: El operador

- Como cultivos de verano en la zafra 20/21 se sembraron unas 1.720 hectáreas de soja de las cuales el 64% se regó y se sembrarán unas 1.300 hectáreas de maíz de las cuales el 88% se regaron. En total, entre cultivos de invierno y de verano se sembraron 3.330 hectáreas de agricultura realizadas por el aparcerero más las 279 hás de carinata plantadas por un tercero.

**Cuadro 2: Uso de suelo en hectáreas en la campaña verano 2020/21**

Predio	Maiz		Soja		Total		Ganadería
	con riego	sin riego	con riego	sin riego	Agrícola	Forestación	
Las Acacias	327	37	279	175	817	109	477
Santa Elena	508	68	520	307	1.403	184	699
Selva Negra	314	47	307	134	802	-	120
Superficie total	1.148	152	1.106	616	3.021	293	1.296

Fuente: El operador

- Según informó el aparcerero, los cultivos se implantaron bien, pero hubo problemas de malezas en algunas superficies de soja, falta de agua para riego en parte de la superficie, mientras que los maíces sin riego habrían sufrido como consecuencia de un verano seco. A la fecha del informe los cultivos no se han cosechado por lo que desconoce el resultado final.
- Se dispone de una nueva tasación de los campos del Fideicomiso al 31 de diciembre de 2020, la que da cuenta de una leve reducción en los valores, explicado básicamente por la depreciación de las inversiones en riego ya que el componente tierra de la tasación prácticamente se mantiene incambiado. De cualquier manera, el valor actual de los campos según la última tasación, que es de 55,24 millones de dólares, se mantiene por encima de la emisión.

## 1. Información analizada

La información analizada fue la siguiente:

- Información de carácter general y sectorial, de fuentes nacionales e internacionales, citadas en la realización de las Secciones IV y V, como notas al pie.
- Informes del aparcero/operador al 31 de diciembre de 2020
- Estados Contables del Fiduciario al 30/06/2020<sup>3</sup>.
- Estados Contables del Fideicomiso al 31/12/2020<sup>4</sup>.
- Estados Contables de Bearing Agro al 30/06/2020.
- Tasaciones de los campos al 31 de diciembre de 2020

<sup>3</sup>. Si bien se dispone de los EE.CC intermedios a setiembre de 2020 se prefiere, por considerarlos más representativos los EE. CC al cierre del primer semestre.

<sup>4</sup>. CARE debe aún recibir versión definitiva

### II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

Se ofrecieron en oferta pública certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas, creado por contrato correspondiente de fideicomiso financiero. Este contrato, los certificados y los demás contratos citados se analizan en la presente sección.

#### 1. Descripción general

**Denominación:** Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas

**Fiduciario:** TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A.

**Operador:** Bearing Agro S.A.

**Agente de Registro**

**y Pago:** TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A.

**Entidad**

**Representante:** Bolsa de Valores de Montevideo.

**Cotización**

**bursátil:** Bolsa de Valores de Montevideo.

**Títulos**

**emitidos:** Certificados de participación

**Activos del**

**Fideicomiso:** Inmuebles rurales, infraestructura de riego, aparcería, entre otros.

**Fecha del llamado**

**público a**

**suscripción:** 9 de setiembre de 2016

**Moneda:**

Dólares

**Importe de**

**la Emisión:**

USD 50.000.000 (en el tramo mayorista se colocaron USD 46.250.000 y en el tramo minorista USD 3.750.000)

**Plazo:**

15 años

**Distribuciones:**

Bianuales, con vencimientos el 15 de abril y el 15 de setiembre de cada año.

**Calificación**

**de Riesgo:**

BBB. uy

## 2. Análisis jurídico

El análisis jurídico se agregó en el Anexo I de la calificación original (Informe de Contingencias Jurídicas, véase en [www.care.com.uy](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 30/6/20 y su comparativo con ejercicios anteriores se presenta en los cuadros siguientes.

**Cuadro 3: Estado de Situación (en miles de \$)**

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

Fuente: EE.CC TMF

**Cuadro 4: 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)
<b>Resultado Bruto</b>	<b>8.598</b>	<b>6.844</b>	<b>14.878</b>
Gastos Administración y Vtas.	(4.809)	(2.752)	(11.534)
<b>Resultado Operativo</b>	<b>3.789</b>	<b>4.091</b>	<b>3.344</b>
Resultado Financiero	10	(814)	(1.480)
IRAE	(1.511)	(1.069)	(1.623)
<b>Resultado del Periodo</b>	<b>2.287</b>	<b>2.208</b>	<b>239</b>

Fuente: EE.CC TMF

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

Al 30/6/20, 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., pero fundamentalmente a través de la experiencia de haber calificado esta y otra operación totalmente análoga a ésta cuya emisión autorizada (aunque aún no totalmente integrada) es de 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, incambiables 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 5.625.000 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 con informe de auditoría. Si bien el mismo presenta un resultado 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.

### ***El Fideicomiso<sup>5</sup>***

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. 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.

<sup>5</sup>. 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.

El estado de situación y resultados según EE CC del fideicomiso al 31/12/2020 se presenta en los cuadros siguientes

<b>Cuadro 5: Estado de Situación del Fideicomiso (miles u\$s)</b>			
<b>Rubros</b>	<b>31/12/2020</b>	<b>31/12/2019</b>	<b>31/12/2018</b>
<b>Activo</b>	<b>56.242</b>	<b>58.887</b>	<b>53.087</b>
Activo Corriente	630	1.908	1.685
Activo no Corriente	55.612	56.979	51.402
<b>Pasivo</b>	<b>4.081</b>	<b>6.149</b>	<b>2.223</b>
Pasivo Corriente	326	2.208	1.525
Pasivo no Corriente	3.755	3.942	699
<b>Patrimonio</b>	<b>52.161</b>	<b>52.737</b>	<b>50.864</b>
<b>Pasivo y Patrimonio</b>	<b>56.242</b>	<b>58.887</b>	<b>53.087</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>1,93</b>	<b>0,86</b>	<b>1,10</b>

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 no se ha modificado y sigue constando de tres establecimientos, todos ellos ubicados en el Departamento de Soriano y que totalizan unas 5.900 hectáreas.

Como se indica en otra sección, a diciembre de 2020 se realizó una nueva tasación de los inmuebles (incluyendo las mejoras incorporadas) que arrojó un valor de USD 55.24 millones, un 3 % inferior al valor del año anterior, básicamente explicado por depreciación de mejoras, según se desprende de la metodología utilizada por el tasador que se comenta más adelante. Esto se refleja en el activo no corriente y en una ligera caída del patrimonio contable (Cuadro 3)

<b>Cuadro 6: Estado de Resultados del Fideicomiso (miles u\$s)</b>			
<b>Rubros</b>	<b>31/12/2020</b>	<b>31/12/2019</b>	<b>31/12/2019</b>
Ingresos	1.521	812	628
Valuación propiedades	(1.286)	3.970	2.150
Costo de ventas	(424)		
<b>Ingresos operativos netos</b>	<b>(189)</b>	<b>4.782</b>	<b>2.778</b>
Gastos de Administración	(432)	(470)	(582)
<b>Resultado Operativo</b>	<b>(621)</b>	<b>4.312</b>	<b>2.196</b>
Resultado Financiero	120	(85)	(5)
<b>Resultado antes IRAE</b>	<b>(501)</b>	<b>4.227</b>	<b>2.191</b>
IRAE	(75)	(1.817)	(1.293)
<b>Resultado del período</b>	<b>(576)</b>	<b>2.410</b>	<b>898</b>

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Se puede observar que, si bien los ingresos operativos en dólares corrientes del último ejercicio superan en más del 87 % los del año 2019, el resultado operativo es inferior producto de un descenso en el valor de tasación de las propiedades a fines del año 2020, ya comentado.

#### 4. Riesgos considerados:

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

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

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

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

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

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

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

El Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas fue constituido con el objeto de adquirir inmuebles rurales en las zonas de mejores tierras del país, con aptitud agrícola, en los cuales se incorpora valor a través de la instalación en los mismos de sistemas de riego, con cargo al patrimonio fiduciario. Las inversiones en riego determinan un aumento en la producción y con ello producen un incremento en el valor de la hectárea.

Las proyecciones económicas del prospecto, se presentaron por un período igual a la duración del fideicomiso, o sea 15 años, sin considerar la posibilidad de variación de los tres años previstos.

En octubre de 2020, una vez culminadas las inversiones y luego de cerradas las primeras zafras agrícolas, el aparcerero presentó un nuevo ajuste en el modelo financiero, el cual a la fecha se mantiene vigente.

Los supuestos utilizados en la última proyección fueron los siguientes:

- Se consideró 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 3 y 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

consultadas<sup>6</sup>. Esto se hizo notar en ocasión de la calificación original y en la actualidad parece confirmarse, ya que los principales analistas internacionales coinciden en que la recuperación de los precios en el mediano plazo apenas si alcanzará a compensar la inflación norteamericana (entre 1 y 2%). No obstante el modelo financiero no considera aumentos en los rendimientos, lo que seguramente debería ocurrir y de esta forma 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 de octubre de 2020 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. Estas sensibilizaciones mantienen total vigencia al no haberse verificado mayores cambios en las proyecciones.

## **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 último flujo financiero presentado en octubre de 2020 arrojó 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 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 40% (USDA)<sup>7</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.

<sup>6</sup> FAO-OCDE, USDA y Banco Mundial, Ver Capítulo V.

<sup>7</sup> Land Values 2020 Summary, Agosto de 2020, USDA

## 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 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%	1,9%	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 arparcería.

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 Damodaran<sup>8</sup> se adicionó a éste una prima que contempla el riesgo específico del mercado en el que se ejecuta el proyecto. En consecuencia para el

<sup>8</sup> A. Damodaran, "Estimating Equity Risk Premiums" Stern School of Business.

cálculo del costo de los fondos propios se aplica la siguiente fórmula:

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

Donde:

E(ri): Tasa de retorno esperada del capital

$\beta_{im}$ : Riesgo sistemático propio respecto del riesgo de mercado<sup>9</sup>.

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 variable<sup>10</sup> 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 (5 y 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 2,11%, y actualmente en valores más bajos<sup>11</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 2021 se ubica en 0,66 (0,63 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 1,96% y para el riesgo país (índice UBI), se consideraron 1,63 puntos básicos, que más allá de la contingencia sanitaria actual refleja adecuadamente lo ocurrido en los últimos 5 años.

Aplicando estos valores se llega a una tasa de retorno esperada para el capital propio del 5,40%. 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).

<sup>9</sup>. 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%.

<sup>10</sup>. Equity Risk Premium del S&P 500

<sup>11</sup>. Han venido recuperando luego de las valores extremadamente bajos de 2020 y hoy se ubican entorno al 1,5%.

### 3.- Tasación de la Tierra

Al 31 de diciembre de 2020 se realizó una nueva tasación de los campos del fideicomiso; la misma muestra una reducción en los valores respecto de los de 2019 de entre 1,9 y 3,9% dependiendo del campo. Esta tasación se realiza siguiendo una metodología que considera separadamente el valor de la tierra "desnuda" y le agrega las mejoras en riego, algunas de las cuales amortiza.

**Cuadro 8. Valor de tasación en dólares por hectárea al 31 diciembre 2020, incluye inversiones en riego**

Establecimiento	Superficie	Precio	Precio tasación	Precio tasación	Precio tasación	Variación
		compra USD/ha	al 31/12/18	al 31/12/19	al 31/12/20	
Las Acacias	1.734	6.500	9.300	10.999	10.792	-1,9%
Santa Elena	2.784	6.500	7.000	8.923	8.622	-3,4%
Selva Negra	1.400	6.500	s/d	9.307	8.942	-3,9%
<b>Total</b>	<b>5.918</b>					

Fuente: CARE en base a informes de Tasaciones

Esta reducción se explica básicamente, siguiendo esta metodología, por la depreciación de los equipos de riego, ya que el componente mejoras en riego tiene una reducción significativa (-12,9%) mientras que el valor de los campos apenas cae un 0,22%; incluso uno de los campos muestra un leve incremento.

**Cuadro 9. Tasación de los campos y sus mejoras en riego año 2020 (en dólares) y su variación con 2019**

Establecimiento	Tierra		Mejoras en riego		TOTAL	
	Valor	Variación	Mejoras	Variación	VALOR	Variación
	2020/2019	2020/2019	en riego	2020/2019	2020/2019	2020/2019
Las Acacias	15.483.500	0,29%	3.229.306	-11,2%	18.712.806	-1,90%
Santa Elena	19.377.749	-0,57%	4.626.743	-13,6%	24.004.492	-3,38%
Selva Negra	9.486.000	-0,36%	3.032.768	-13,6%	12.518.768	-3,92%
Total	44.347.249	-0,22%	10.888.817	-12,9%	55.236.066	-3,01%

Fuente: CARE en base a informes de Tasaciones

A pesar de esta reducción, el valor de los campos se mantiene por encima de la emisión. Sin embargo, para que se logren las rentabilidades esperadas los campos deberán ir valorizándose en el correr del tiempo. El aumento del precio de la tierra deberá más que compensar la depreciación de los equipos de riego. No obstante existen otras metodologías de tasación, no utilizadas en este caso, que consideran el valor presente del potencial agrícola, que en este caso estaría incrementado por el riego.

#### 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 hasta el momento, a pesar de las condiciones imprevistas originadas por la actual pandemia de la enfermedad por coronavirus (COVID-19) y el comportamiento reciente de los precios internacionales. Luego de una primera respuesta de los precios a la baja por la abrupta caída de la demanda por los efectos de la pandemia en el primer semestre de 2020, se 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 de los alimentos de la FAO, muestra a enero de 2021, ocho meses seguidos de aumentos, llevando el valor de dicho índice a los niveles de mediados del 2014. No obstante ese comportamiento, no se dispone aún de nueva información para el largo plazo y en tal sentido se mantienen las proyecciones en cuanto a 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. Esta tendencia de largo plazo no implica que existan coyunturas favorables (ciclos), como el actual.

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.

### 5.1 Riesgo Económico y de Mercado

Cabe destacar que los aspectos favorables sobre el negocio agrícola que fueron argumentados en profundidad en el prospecto de emisión y en la calificación original, 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 efectos de la crisis sanitaria mundial, determinan 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 primera 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 dejó un año 2020 con una caída importante en el PBI de prácticamente todos los países, con la excepción de China. Se espera un rebote en este año 2021, pero de magnitud aún incierta, ya que recién se está avanzando en el proceso de vacunación de la población mundial.
- 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
- 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, por lo que ya se estaría transitando por un nuevo ciclo de las commodities, pero es incierta su duración.

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 mercados agrícolas mundiales en el momento actual están atravesando los efectos coyunturales derivados de la pandemia de la COVID-19, los que muy probablemente seguirán por algún tiempo. Teniendo en cuenta que el fideicomiso durará 15 años resulta necesario prever que ocurrirá luego de superada la actual situación con la oferta y con la demanda de alimentos ya que de ello dependerá el comportamiento futuro de los precios.

No obstante esa perspectiva de largo plazo, eso no implica que la oferta y la demanda de alimentos no vaya a enfrentar algunas incertidumbres coyunturales. En lo que respecta a la oferta, debe tenerse presente la propagación de enfermedades y plagas como la peste porcina africana o las invasiones de langostas, la creciente resistencia a las sustancias antimicrobianas, las respuestas reglamentarias a las nuevas técnicas de fitomejoramiento y las respuestas a los fenómenos climáticos extremos. Por lo que respecta a la demanda, las principales incertidumbres refieren al crecimiento económico de los países (desarrollados y emergentes), a la evolución de las dietas, que son un reflejo de las percepciones con respecto a las preocupaciones en materia de salud y sostenibilidad, y las respuestas en el plano de las políticas a las tendencias de la obesidad. La innovación digital en las cadenas de suministro agroalimentarias tendrá importantes repercusiones tanto en la oferta como en la demanda. Por último, los futuros acuerdos comerciales y la evolución de las relaciones comerciales entre varios agentes importantes también repercutirán en los mercados agrícolas.

Los precios agrícolas mostraron un fuerte aumento en sus valores a partir de 2005 y hasta el 2017. La producción mundial respondió rápidamente a los estímulos del mercado alcanzando en el año 2017 los mayores niveles para prácticamente todos los cereales, carnes y lácteos. Al mismo tiempo el crecimiento de la demanda comenzó a debilitarse.

Entre las causas que impulsaron la demanda durante la pasada década se destaca:

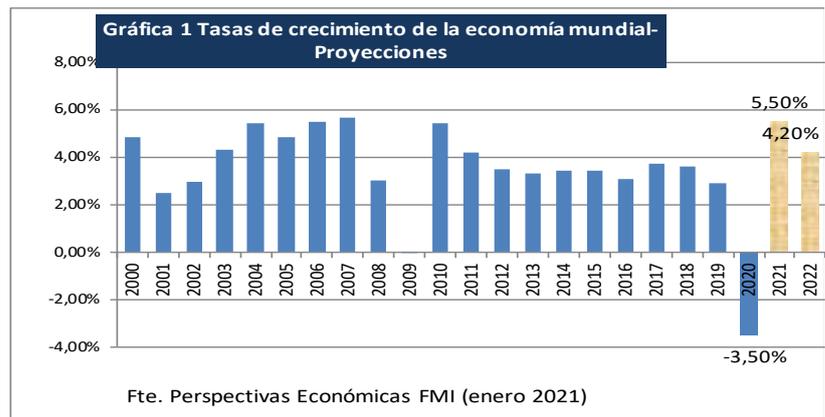
- (a)** el sostenido crecimiento de la demanda y el comercio de granos a nivel mundial explicado en gran medida por el aumento de los ingresos per cápita de China,
- (b)** una mayor apertura y desregulación de los mercados globales
- (c)** el desarrollo y la promoción de los biocombustible que al masificarse, vincularon la trayectoria de precios de los mercados de alimentos también con los mercados de los bienes energéticos y
- (d)** el debilitamiento del dólar que generó aumentos en los precios nominales de las commodities.

Las principales causas que impulsaron los precios al alza hasta el 2017 no se mantuvieron y el panorama cambió, manteniéndose los valores deprimidos hasta mediados de 2020. A partir del segundo semestre de 2020, los valores de los principales productos agrícolas comenzaron a recuperarse lo que confirmarse podría estar evidenciando un nuevo “superciclo” favorable para la agricultura<sup>12</sup>. No obstante CARE consultó diversas fuentes de información, y si bien reconocen la recuperación coyuntural de los valores mantienen las previsiones de largo plazo sin mayores cambios respecto de los informes pre-pandemia, respecto de que el crecimiento de los precios nominales no lograría compensar la devaluación del dólar<sup>13</sup>.

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 precedentes. En su último informe del 26 de enero de 2021 estima una caída del 3,5% de la economía mundial para el 2020 y un aumento del 5,5% para el 2021 y del 4,2% para 2022. En el año 2020 solamente China habría crecido, y habría sido un crecimiento del 2,3%.

<sup>12</sup>. Diversos analistas coinciden en afirmar que ya se está ante un superciclo de precios de las Commodities: JPMorgan, Goldman Sachs.

<sup>13</sup>. Perspectivas Agrícolas FAO-OCDE 2020-2029 (julio de 2020); USDA Agricultural Projections to 2029 (febrero 2021); Banco Mundial-Commodity Prices (octubre 2020) y FAO- Índice de Precios de los Alimentos.

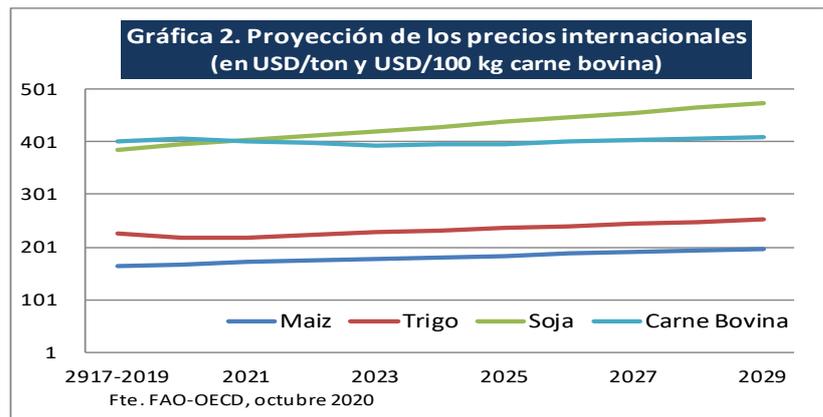


Según las últimas proyecciones del FMI para 2021, las mismas “se han revisado al alza en 0,3 puntos porcentuales con respecto al pronóstico anterior, en vista de las expectativas de un fortalecimiento de la actividad gracias a las vacunas y al respaldo adicional de las políticas en algunas grandes economías. La recuperación del crecimiento proyectada para este año se produce tras el fuerte colapso registrado en 2020, que ha tenido graves repercusiones para las mujeres, los jóvenes, los pobres, los empleados del sector informal y los trabajadores en sectores de contacto personal intensivo. Se estima que la contracción del crecimiento mundial en 2020 fue de -3,5%, 0,9 puntos porcentuales mejor de lo proyectado anteriormente (lo que refleja un dinamismo mayor de lo esperado en el segundo semestre de 2020).

El último informe de Perspectivas Agrícolas de OECD-FAO (octubre 2020) 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 varían 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 y podría incluso durar algunos años. 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, las perspectivas del Banco Mundial (octubre de 2020) y el USDA (febrero 2020) coinciden con la visión de FAO-OCDE en describir para el largo plazo un panorama de recuperación muy bajo de los precios de productos agropecuarios durante la próxima década, pero también coinciden en que ese incremento no compensará seguramente la depreciación del dólar y en consecuencia caerían en términos reales.



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

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

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

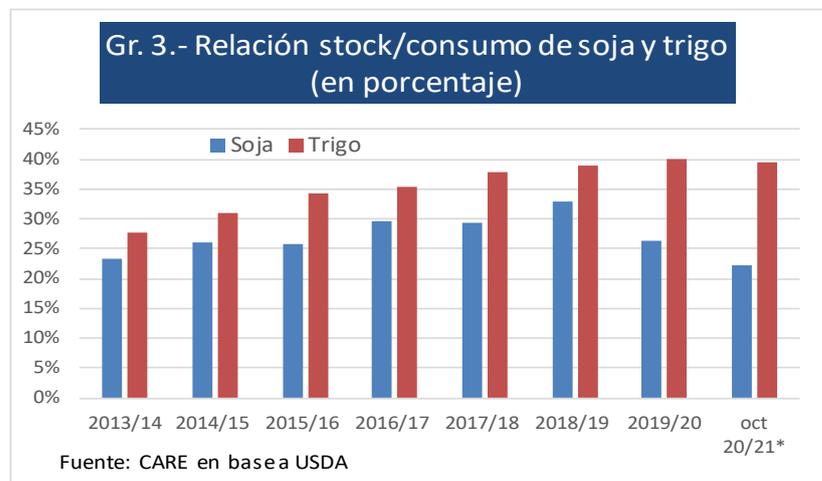
Fuente: CARE en base a BM, USDA y OECD-FAO

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 enero de 2021 en 113,3 puntos en enero, registrando su octavo crecimiento mensual consecutivo con lo que alcanzó su nivel más elevado desde julio de 2014. Por su parte, el índice de precios de los cereales de la FAO acusó un fuerte aumento mensual del 7,1 %, impulsado por los precios internacionales del maíz, que se dispararon un 11,2 % y que actualmente se sitúan un 42,3 % por encima de su nivel de enero de 2020, lo que refleja una oferta mundial cada vez más limitada ante las compras cuantiosas por parte de China y las estimaciones inferiores a las previstas anteriormente para la producción y las existencias, así como la suspensión temporal de los registros de exportaciones de algunos países. Los precios del trigo subieron un 6,8 %, arrastrados por la fuerte demanda mundial y las expectativas de reducción de las ventas de la Federación de Rusia cuando sus derechos de exportación de trigo se dupliquen en marzo de 2021.

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, así como también una marcada reducción en los stocks mundiales y en especial en los de Estados Unidos.

Del análisis del ratio stocks/consumo surge que efectivamente nos encontramos para el caso de la soja y también del maíz con una relación relativamente baja en términos históricos, lo que refuerza la idea de que al menos para estos rubros las perspectivas para el corto plazo 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. Para el caso del trigo la relación de stock/consumo se encuentra en valores relativamente altos todavía pero con tendencia a la baja.



La política monetaria de los Estados Unidos de América y las bajas tasas de interés podrían tener también una incidencia en el valor nominal de las materias primas, ya que de mantenerse o eventualmente profundizarse la debilidad del dólar, los precios podrían seguir subiendo en esa moneda.

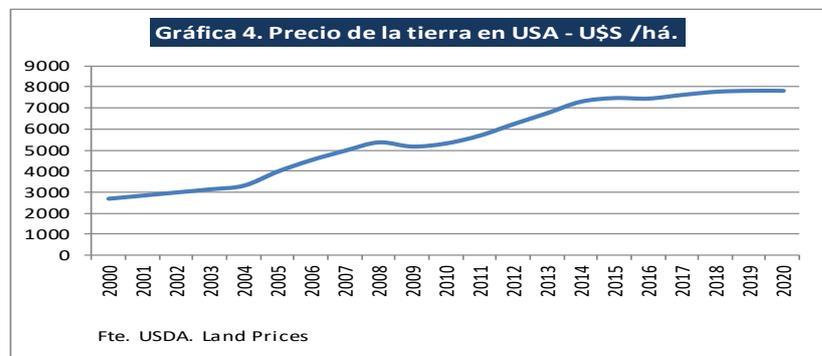
- **El precio de la tierra**

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 siguen siendo alentadoras y ubicarían los precios en niveles crecientes para el corto y mediano plazo, pero a tasas más moderadas que en el pasado. Sin embargo, podrían esperarse para el corto plazo incrementos por encima de la tendencia. La baja en las tasas de interés a nivel internacional, la política expansiva de los países desarrollados y la debilidad del dólar, podrían traer efectos positivos a mediano plazo sobre los valores de la tierra debido al mayor flujo de capitales en la búsqueda de activos reales, aunque ese efecto no es inmediato.

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 Volcker" 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.

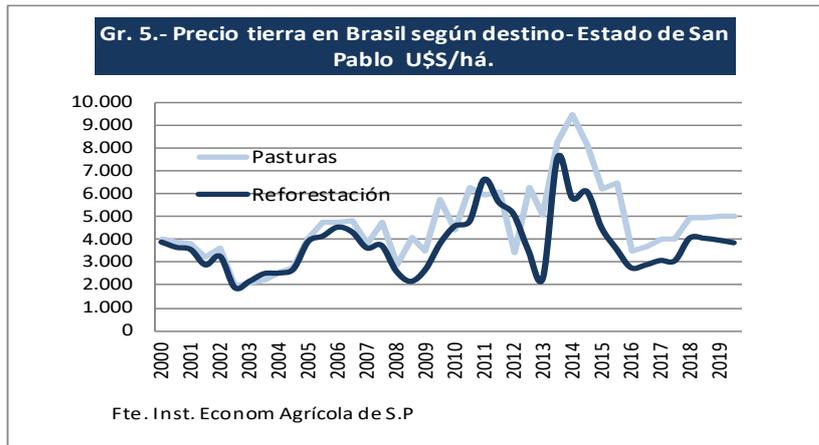
**Cuadro 11. Precio de la tierra regada y no regada en el Corn Belt de EEUU (USD/ha)**

	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.

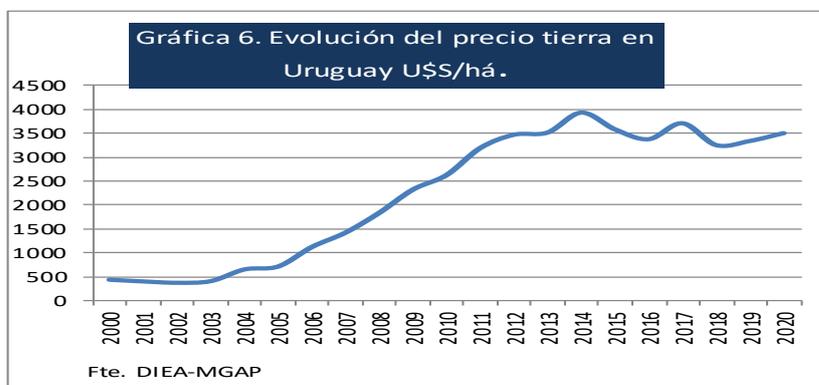
Para el año 2019, último reportado por el Instituto de Economía Agrícola de San Pablo los precios de la tierra para pasturas crecen levemente (1%) mientras que las que tienen por destino la silvicultura y pasturas naturales caen un 4,9%.



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 2020<sup>14</sup> 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.



<sup>14</sup> "Precio de la Tierra" Compraventas Primer Semestre de 2020, publicado en setiembre de 2020.

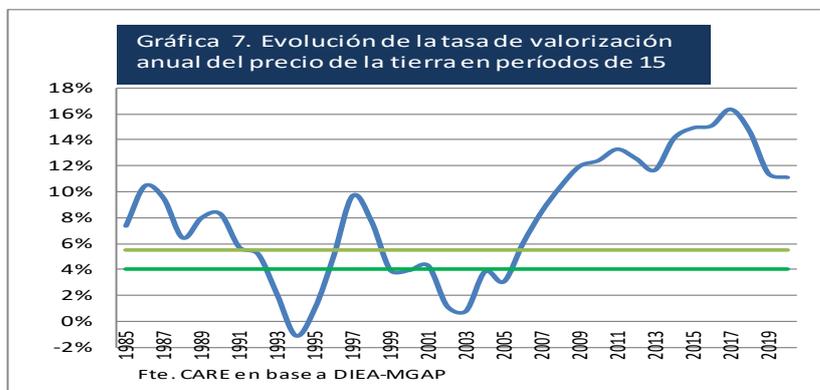
Existen otras fuentes de información realizadas por consultoras y operadores del mercado<sup>15</sup>, las que tratan de contemplar la calidad de las tierras corrigiendo los valores por el índice CONEAT y de esta forma hacer más comparable los valores. Existe una proporcionalidad comprobada<sup>16</sup> 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.

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 periodos de 15 años es menor al 4%, valor sobre el que CARE recalculó la TIR. La última vez que esto ocurrió fue en el año 2005 para campos que habían sido comprados en el año 1990. Es importante destacar, que el Contrato de Fideicomiso considera la posibilidad de extender el plazo por hasta tres años más, pudiéndose evitar de esta forma que se deba vender en una coyuntura muy desfavorable.



<sup>15</sup>. SERAGRO, Agroclaro y operadores privados

<sup>16</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)

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 el pasado. Muy probablemente los aumentos de precios compensarán la inflación de Estados Unidos, más un pequeño componente por incremento de la productividad de la tierra, de esta forma se deberían ubicar entre el 3 y 4% anual. Para este caso en particular la realización de las represas y las inversiones en infraestructura de riego podrían mejorar ese porcentaje. Esto no implica que existan períodos de mayores tasas anuales de crecimiento, como pudiera ser en los próximos años. Las bajas tasas de interés internacionales, la debilidad del dólar, el nuevo ciclo agrícola y los actuales precios de la tierra podrían determinar la ocurrencia de mayores tasas de crecimiento a corto plazo.

### 5.3 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/aparero, los activos subyacentes y el flujo de fondos, y el entorno). Dispuestos en una matriz, los indicadores de cada factor en cada área de riesgo, van generando puntajes a juicio del comité calificador que van conformando el puntaje final. Éste se corresponde con una nota de acuerdo al manual de calificación. En la matriz de calificación, las áreas se dividen en factores, y estos en indicadores.

*En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos y cuantitativos - tanto los presentados por el estructurador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité de calificación de CARE entiende que los títulos recogen la calificación BBB. uy<sup>17</sup> de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.*

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Sr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrian Tambler

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