

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

Montevideo, abril de 2020

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

Actualización de la Calificación de Oferta Pública 01-04-2020

Denominación:	Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas II
Fiduciario:	TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A.
Fideicomitente/Agente/Aparcero:	Bearing Agro S.A.
Entidad Registrante y Agente de Pago:	TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A.
Entidad Representante:	Bolsa de Valores de Montevideo.
Títulos emitidos:	Certificados de participación escriturales
Moneda:	Dólares americanos
Fecha de Emisión:	28 de diciembre de 2018.
Importe máximo a emitir:	USD 150.000.000 (ciento cincuenta millones de dólares).
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.
Estructura:	Bragard (asesor legal) y Auren (Asesor Fiscal)
Calificación de Riesgo:	BBB (uy)
Comité de Calificación:	Julio Preve, Adrián Tamber y Martín Durán.
Vigencia de la Calificación:	30 de noviembre de 2020 ¹ .
Manual Utilizado:	Manual de calificación de finanzas estructuradas por terceros.

¹. La vigencia de la calificación puede cambiar ante la aparición de hechos relevantes.

Resumen General

CARE ha actualizado la calificación de los certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas II manteniendo la calificación BBB (uy) de grado inversor.

El objeto del fideicomiso es la obtención de recursos para la compra de predios productivos en los que se invertirá en riego para la producción principalmente agrícola. El Fideicomiso no realiza -salvo aprobación expresa de la Asamblea de Beneficiarios como ha ocurrido-, la explotación directa de los predios, sino que procurará generar una renta celebrando contratos de aparcería con el aparcerero (Bearing Agro SA).

A modo de resumen, los aspectos salientes de la calificación son:

- Una construcción financiera que desde el punto de vista jurídico ofrece las garantías necesarias tal como se apreció en el informe jurídico anexo en la calificación original (véase www.care.com.uy)
- De modo especial se ha evaluado la capacidad de gestión del agente/aparcerero del proyecto, Bearing Agro que resulta crucial para el mismo. Esta evaluación pondera de modo significativo en la calificación realizada. La empresa demuestra capacidad de llevar adelante el proyecto y posee una sólida reputación en este sentido. Asimismo, ejecuta a satisfacción un emprendimiento de las mismas características que éste, a través del Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas, que también viene siendo calificado por CARE.
- Un negocio que desde el punto de vista económico-financiero para el inversor soporta los stresses ajenos al negocio a los que razonablemente la emisora y la calificadoradora han sometido al proyecto en la calificación original. Las conclusiones de las sensibilizaciones realizadas se mantienen en todos sus términos dado el escaso tiempo transcurrido desde la emisión. En esta oportunidad, y a la luz de los cambios en el panorama financiero internacional, se recalculó la Tasa de retorno esperada del capital, manteniéndose las conclusiones
- Un proyecto que desde el punto de vista físico y económico supera en el mismo sentido que en el punto anterior, diversas pruebas; y que al mismo tiempo se destaca por el nivel de cobertura de múltiples variables consideradas.
- Al tratarse de un proyecto a largo plazo para la maduración de las inversiones, los informes periódicos del administrador en los primeros años cobran particular relevancia para tres conceptos que ponderan fuertemente en la gestión de la administración: la compra de tierra, la implementación de la infraestructura de riego y el desarrollo de la explotación agrícola establecido en el plan de negocios. CARE debe evaluar el cumplimiento de las metas propuestas establecidas en el contrato², que establecen compromisos de desempeño mínimo y para ello los informes periódicos son fundamentales. Hasta el momento esos compromisos se vienen cumpliendo razonablemente.

² . Identificar correctamente predios productivos por hasta el 50% de los fondos emitidos dentro de los primeros 9 meses y el resto dentro de los 18 meses desde la emisión de los CP's.

- Se destaca la alineación de incentivos entre el fideicomiso y el agente/aparcero ya que éste último se comprometió a adquirir certificados de participación por el 7,5% del monto total de emisión de la oferta pública con un máximo de 11.250.000 dólares, comprometiéndose a mantener su participación en el patrimonio del Fideicomiso por un plazo mínimo de 5 años contados a partir de la fecha de adjudicación de los CP.
- Al 31 de diciembre de 2019, el Fideicomiso ha adquirido una superficie total de unas 8.600 hectáreas en tres predios. En dos de los establecimientos se ha plantado soja por unas 1220 hectáreas y en el tercero existe todavía un contrato de arrendamiento vigente por agricultura hasta la actual zafra de verano (2019/20). En los tres establecimientos ya se están construyendo las represas e instalando los sistemas de riego.
- Para el caso de los commodities alimenticios, se espera para el mediano plazo un mantenimiento de la actual situación de precios deprimidos. Luego de varios años de condiciones de mercado relativamente tranquilas, los mercados agrícolas mundiales enfrenten riesgos crecientes, derivados de algunos conflictos comerciales (EEUU-China), sumado a una desaceleración de varios países demandantes, altos stocks y una producción que crece por encima de la lo que aumenta la demanda. De esta forma, los analistas coinciden en que para el mediano plazo cabría esperar disminución de los precios reales de los alimentos, aunque podrían crecer en términos nominales. Es muy temprano aún para poder determinar cuales serán los efectos sobre los precios de los activos y de los commodities alimenticios como consecuencia de los recientes sucesos relacionados con el coronavirus, pero no se pueden descartar mayores dificultades comerciales y mayores reducciones en los precios para el corto plazo.
- El mercado de tierra agrícola, si bien está afectado por coyunturas de oferta y demanda de corto plazo así como de decisiones nacionales e internacionales de políticas que afecten el tipo de cambio real, para el largo plazo presenta tendencias de incremento en sus precios, aunque a tasas menores a las de los años anteriores.
- No se advierten amenazas en lo que respecta a las políticas públicas. Tampoco debería esperarse que el cambio de administración genere tensiones en esta construcción financiera.

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 II".

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 siguientes 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 dependerá 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 seguirá 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: www.care.com.uy así como en el del regulador: www.bcu.gub.uy. El comité de calificación estuvo integrado en este caso por Julio Preve, Martín Durán Martínez y Adrián Tamber. El análisis de las contingencias jurídicas fue realizado, en su comienzo, por el Dr. Leandro Rama Sienra (ver Anexo I de la calificación original).

Esta calificación, tiene vigencia hasta el 30 noviembre de 2020, sin perjuicio de la aparición de hechos relevantes que justifiquen una revisión antes de esa fecha.

En los primeros años del proyecto se considerarán hechos relevantes la evolución semestral de la compra de tierras así como la concreción de la infraestructura de riego prevista en el Prospecto. Tanto el fiduciario como el agente/aparcero se comprometen a proveer esta información.

2. Antecedentes generales y hechos salientes del período.

Antecedentes generales

Como principal antecedente a destacar es que la empresa (Bearing Agro) lleva adelante un negocio de similares características, el Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas, el cual emitió 50 millones de dólares con el cual explota unas 5.900 hectáreas de campo, el cual se viene ejecutando en forma satisfactoria y es también calificado por CARE.

El objeto principal del "Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas II" es 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 predios, conforme al Protocolo de Selección de Campos, así como en la financiación de la ejecución de las inversiones en riego.

El Fideicomiso no realizará por sí la explotación de los predios sino que procurará generar una renta celebrando contratos de aparcería con el Aparcero, para la actividad principalmente agrícola. Dicha renta será la que derive de la contraprestación que tendrá el Fideicomiso en los contratos de aparcería consistente en el 23% (veintitrés por ciento) de la Producción Bruta que se obtenga. Las actividades no agrícolas podrán ser realizadas por el Aparcero y/o a través de terceros bajo la responsabilidad del Aparcero, y deberá ser aprobada previamente por el Comité de Vigilancia, en cuyo caso el Fiduciario deberá convenir con el Aparcero la modalidad de contratación.

El porcentaje de la retribución pagadera bajo los contratos de aparcería con relación a la producción agrícola, será susceptible de un incremento, en lo que respecta a los cultivos de soja y maíz sembrados en el área regada, cuando el volumen de producción supere determinados parámetros que están establecidos en el contrato. El porcentaje máximo alcanza al 26%.

El Contrato de Fideicomiso prevé pagos mínimos agrícolas del Aparcero. Este pago mínimo será el equivalente en dinero al precio de 600 kilos de soja por hectárea efectivamente explotada con dicho grano por año agrícola y a 1.200 kilos de maíz por hectárea para el caso del área explotada con ese cultivo. Respecto de la eventual actividad pecuaria, será de aplicación un pago mínimo ganadero, a ser acordado entre el Fiduciario y el Aparcero, en base a la opinión del Comité de Vigilancia al momento de la aprobación de la adquisición del Predio Productivo respectivo.

Se prevé la posibilidad de que el Agente proponga la compra directa o indirecta (a través de una entidad, sociedad o cualquier modalidad de patrimonio de afectación con propósito específico) de inmuebles rurales en la República de Paraguay siempre y cuando dichas inversiones no representen más de un 20% del total del monto previsto para la inversión y puesta a punto de los inmuebles. Dichos activos serán de carácter principalmente ganadero y deberán tener potencialidad de riego.

Al vencimiento del plazo del Fideicomiso, ya sea el plazo original (15 años) o su prórroga (máximo de tres años), se procederá a la liquidación del Patrimonio Fiduciario, para lo cual se procederá a enajenar los predios.

Se proyecta la adquisición de entre 16 y 28 mil hectáreas dependiendo de la calidad de los campos y su porcentaje de agricultura ya que los precios se asocian a esas características.

Respecto del ingreso bruto total estimado, un 85% correspondería aproximadamente a la venta de la tierra al final del proyecto, y un 15 % a los ingresos por aparcería.

El 21 de diciembre de 2018 se realizó la suscripción de los certificados de participación del Fideicomiso. Bearing Agro S.A. como sponsor del proyecto se comprometió a adquirir un 8,2% de la emisión (11,25 millones de dólares).

Una vez seleccionados algunos predios por parte del operador y obtenido el visto bueno del comité de vigilancia, el Fideicomiso firmó compromisos de compraventa entre julio y agosto de 2019 por 8.600 hectáreas³. Las principales características son:

- Un predio de 1.230 hectáreas con buena aptitud agrícola y disponibilidad de agua de riego.
- Un predio de 3.535 hectáreas, también de muy buena aptitud agrícola y con disponibilidad de riego
- Un predio de 3.836 hectáreas, con 3.200 has de aptitud productiva media – baja, con aptitud tanto forestal como ganadera.

Si se analizan los tres campos en conjunto la superficie forestada no ocuparía más del 15% del total y generaría una diversificación de ingresos interesante para el Fideicomiso.

Con fecha 21 de enero de 2019, se llevó a cabo la primer Asamblea de Beneficiarios del Fideicomiso, a través de la cual se constituyó el Comité de Vigilancia.

Con fecha 7 de mayo de 2019 se celebró la segunda Asamblea de Beneficiarios del Fideicomiso a través de la cual se aprobó la explotación directa por parte del Fideicomiso para la explotación forestal, a través de un contrato de arrendamiento con Montes del Plata. La propuesta contó con la aprobación del Comité de Vigilancia y Bearing se comprometía a asesorar al Fideicomiso en las negociaciones.

Con fecha 9 de mayo de 2019 el Fideicomiso firmó el contrato de arrendamiento forestal con Montes del Plata (Eufores S.A.) para el arrendamiento de aproximadamente 3.200 hectáreas aptas para forestación. El precio del arrendamiento es de USD 150 por hectárea efectiva arrendada por año. El contrato cuenta con un plazo de 10 años, prorrogables automáticamente, pero en ningún caso podrá excederse más allá del 31 de agosto de 2031.

El 17 de junio de 2019 el Fideicomiso recibió la autorización del Poder Ejecutivo para ser titular del primer inmueble, requisito establecido a por la Ley N° 18.092, del 7 de enero de 2007.

³. CARE tuvo a la vista los informes para la recomendación de compra de tres campos. La información presentada es muy completa, incluyendo un detallado estudio de suelos e infraestructura, un análisis de su potencial agrícola, una tasación independiente del campo y una propuesta de inversión para el riego con su correspondiente presupuesto.

Hechos salientes del período

En el segundo semestre de 2019 se sembraron 1.224 hectáreas de soja en dos de los establecimientos del fideicomiso y en el área arrendada para la forestación Montes del Este plantó 200 Has de eucaliptus. En el tercero de los campos, el área agrícola está arrendada hasta esta zafra de verano, por lo que el Fideicomiso aún no puede explotarla.

El 11 de octubre de 2019 se firmó el contrato de arrendamiento del área ganadera del predio Sauce Viejo por una superficie de 486 hectáreas de campo natural y 163 hectáreas de pasturas. Se presentó un plan de rotación en la cual al área de pastoreo de campo natural se le agrega cada año una parte del área agrícola en secano que se entrega al arrendatario ganadero para que éste instale una pastura por un período de 3 años.

El 20 de diciembre se firmó el contrato con el arrendatario del área ganadera de Mauá por 390 hectáreas.

Cuadro 1: Uso del suelo en los establecimientos

Predio	Precio US/ha	Superficie	Soja	Ganadería	Forestación
Selva Negra	3.900	3.842	530	-	3.177
Mauá	6.500	1.217	694	390	-
Sauce Viejo	3.900	3.533	-	649	-
Total		8.592	1.224	1.039	3.177

Fuente: El Operador

Nota: dentro del área destinada a la forestación hay solamente 200 hectáreas plantadas.

Se sigue avanzando en las inversiones en riego en los tres campos del fideicomiso. Ya se encuentran en el campo el 100% de los pívots, el 70% de los cables y el 65% de las tuberías. Asimismo ya se iniciado el movimiento de tierra para la construcción de las represas.

3. 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.
- Informe del segundo semestre de 2019 del operador.
- Entrevista con el operador.
- Estados Contables al 30/6/2019 de Bearing Agro.
- Estados Contables del Fiduciario al 30/6/2019⁴.
- Estados Contables del Fideicomiso al 31/12/2019.

⁴. Si bien se dispone de los EE.CC intermedios a setiembre de 2019 se prefiere, por considerarlos más representativos los EE.CC al cierre del primer semestre.

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 II, creado por contrato correspondiente de fideicomiso financiero que fuera firmado el 24 de mayo de 2018. Este contrato, los certificados y los demás contratos citados se analizan en la presente sección.

1. Descripción general

Denominación:	Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas II.
Fiduciario:	TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A.
Operador/ Aparcero:	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.
Organizador:	AUREN Asesor fiscal y Bragard Asesor legal
Títulos emitidos:	Certificados de participación
Activos del Fideicomiso:	Inmuebles rurales, infraestructura de riego, aparcería, entre otros.
Moneda:	Dólares
Importe de la Emisión:	Hasta USD 150.000.000.
Distribuciones:	Bianuales, con vencimientos en el 15 de abril y el 15 de setiembre de cada año, cuando corresponda.
Calificación de Riesgo:	BBB (uy)

2. El análisis jurídico

El análisis jurídico se agregó en el Anexo I (Informe de Contingencias Jurídicas). El mismo procura descartar cualquier eventualidad de conflictos derivados por ejemplo de la construcción jurídica, los contratos respectivos, el cumplimiento con normas vigentes, etc.

Al inicio del informe, en la misma introducción ya adelanta *“De la compulsión de la documentación se puede adelantar como concepto general que 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 el retorno de la inversión en los Certificados de Participación a emitirse”*.

Concluye: *“...En conclusión y contemplando todos los aspectos involucrados, el negocio fiduciario cuenta con un razonable grado de cobertura, no advirtiendo contingencias jurídicas en el proceso de emisión”*

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 considerando que esta es una operación análoga a una anterior, se concluye que el *riesgo jurídico de estructura se considera casi nulo*.

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

III. LA ADMINISTRACIÓN

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

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

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

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

TMF Uruguay

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

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

Un resumen de los principales rubros del estado de situación y resultados intermedios al 30/6/19 y su comparativo con ejercicios anteriores se presenta en los cuadros siguientes.

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

Concepto	30/06/2019	31/12/2018	31/12/2017
Activo	82.614	74.608	43.151
Activo Corriente	7.065	4.257	1.752
Activo no Corriente	75.549	70.351	41.399
Pasivo	66.814	61.016	33.069
Pasivo Corriente	66.814	61.016	33.069
Pasivo no Corriente	-	-	-
Patrimonio	15.800	13.592	10.082
Pasivo y Patrimonio	82.614	74.608	43.151
Razón Corriente	0,11	0,07	0,05

Fuente: EE.CC TMF

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

Concepto	30/06/2019	30/06/2018	31/12/2018
Comisiones ganadas	8.022	5.026	11.532
Costo Servicios Prestados	(1.178)	(542)	(1.687)
Resultado Bruto	6.844	4.484	9.845
Gastos Administración y Vtas.	(2.752)	(2.047)	(4.502)
Resultado Operativo	4.092	2.437	5.343
Resultado Financiero	(814)	(28)	(132)
IRAE	(1.069)	(341)	(1.701)
Resultado del Periodo	2.208	2.068	3.510

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 30/6/19, 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 una operación totalmente análoga a ésta cuya emisión de USD 50 millones se produjo en setiembre de 2016 y que hasta la fecha ha cumplido satisfactoriamente con el plan de negocios propuesto.

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 el 8,2 % de los montos suscriptos con un máximo de USD 11.25 millones. Esto se hará según el régimen de integración diferida descripto en el Prospecto mientras dure el periodo de inversión establecido en un máximo de 5 años desde la fecha de la primera integración. Esto no es nuevo para la sociedad ya que asumió el mismo compromiso en el anterior fideicomiso. En aquel caso, la integración fue de USD 3.75 millones y fue cumplida en tiempo y forma.

Asimismo se compromete a mantener dichos CP's por un plazo no menor a 5 años y si vende después de esa fecha, deberá conservar, como mínimo, el equivalente al 3 % de los CP's emitidos.

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 que CARE tuvo a la vista corresponde al ejercicio cerrado el 30/6/19 que incluye informe de auditoría.

Del mismo se desprende que nada hace suponer que la firma presente dificultades que pongan en riesgo su rol en esta operación. En particular porque dicho cierre no refleja aún los ingresos que habrán de derivarse de la explotación de los campos adquiridos por este Fideicomiso en el segundo semestre de 2019.

En conclusión, este Comité considera que Bearing Agro S.A. sigue estando en condiciones de realizar satisfactoriamente aquellas acciones que posibiliten el cumplimiento del plan de negocios del presente fideicomiso el que, por otra parte, se viene desarrollando de acuerdo a lo previsto.

3. El Fideicomiso

Mediante contrato celebrado el 31 de octubre de 2018 entre TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A. ("Fiduciario") y los Suscriptores Iniciales de los Valores ("Fideicomitente") se constituyó el Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas II ("el Fideicomiso").

El Banco Central del Uruguay, mediante la comunicación 2018/242 del 29/11/18 dejó constancia de la resolución de inscripción de los Certificados de Participación en el Registro de Mercado de Valores.

La suscripción de los certificados de participación se realizó el 21/12/18; se colocaron 150.000 Certificados de Participación (CP's) a ser emitidos por el fideicomiso a un valor nominal de USD 1.000 cada uno. De este total, 11.250 fueron adjudicados a Bearing Agro SA.

Con fecha 26/12/18 se efectuó la integración del 0,66 % de los CP's por un monto de USD 1.000.000, el restante 99,34 % está sujeto a integración mediante la modalidad de capital calls.

En la medida que se fueron concretando negocios se fueron requiriendo nuevas integraciones de CP's hasta completar al término del ejercicio una integración efectiva acumulada de USD 57.364.558; en consecuencia, el saldo de CP's suscriptos y aún no integrados a la misma fecha era de USD 92.635.442.

En los cuadros siguientes se informa resumidamente los EE.CC del Fideicomiso al 31/12/19.

Cuadro 4: E. Situación Fideicomiso (miles de u\$s)		
Concepto	31/12/2019	31/12/2018
Activo	57.711	1.047
Activo Corriente	1.528	1.008
Activo no Corriente	56.184	38
Pasivo	1.521	166
Pasivo Corriente	809	166
Pasivo no Corriente	712	-
Patrimonio	56.191	881
Pasivo y Patrimonio	57.711	1.047
Razón Corriente	1,89	6,07

Fuente: EE.CC Fideicomiso

En el periodo se adquirieron unos siete padrones distribuidos en tres establecimientos ubicados en los Departamentos de Río Negro y Soriano totalizando 8.601 hás y un valor de compra (incluyendo gastos) de algo más de USD 48 millones; asimismo se iniciaron obras en infraestructura de riego cuyo costo, incluido en el Activo no Corriente, es del orden de USD 3.8 millones. Consultada la firma operadora manifestó a CARE que hay negociaciones avanzadas para adquirir otro campo que, de concretarse, completaría el primer tramo de la inversión prevista.

Cuadro 5: E. Resultados Fideicomiso (miles u\$s)

Concepto	31/12/2019	31/12/2018
Ingresos operativos	471	-
Gastos operativos	-	-
Resultado Bruto	471	-
Gastos de administración	(786)	(35)
Resultado Operativo	(316)	(35)
Resultados financieros	53	(0)
Resultados antes de IRAE	(263)	(35)
IRAE	(792)	8
Resultado el periodo	(1.055)	(27)
Otros resultados integrales	-	-
Resultado integral del periodo	(1.055)	(27)

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Los campos fueron adquiridos mayoritariamente en el segundo semestre del ejercicio, por lo tanto, su disponibilidad para generar ingresos fue muy menor razón por la cual, los ingresos operativos del cuadro precedente no son representativos; lo mismo ocurre con los resultados obtenidos.

Analizando en conjunto ambos cuadros, el patrimonio contable resulta consistente con la integración recibida.

4. Riesgos considerados:

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

Riesgo administración, considerando la idoneidad para cumplir con la función de TMF Uruguay AFISA y Bearing Agro S.A. En virtud de todos los análisis practicados, 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; 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 es prácticamente inexistente. *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 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.

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

1. Bienes fideicomitidos y aspectos descriptivos del proyecto

El Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas II es constituido con el objeto de adquirir inmuebles rurales mayoritariamente en las zonas de mejores tierras de la República Oriental del Uruguay, con aptitud agrícola, en las cuales se incorporará valor a través de la instalación en los mismos de sistemas de riego, con cargo al patrimonio fiduciario. En efecto, las inversiones en riego determinan un aumento en la producción y con ello producen un incremento en el valor de la hectárea.

El Fideicomiso no realizará por sí la explotación de los predios productivos sino que procurará generar rentas celebrando contratos de aparcería para la actividad principalmente agrícola. El agente aparcerero para la actividad agrícola será en exclusividad Bearing Agro SA y la renta consistirá en el 23% (veintitrés por ciento) de la producción bruta que se obtenga. Asimismo se establece una renta mínima y en el caso que se superen ciertos rendimientos por hectárea, el porcentaje de arrendamiento se va incrementando pudiendo llegar hasta el 26%. En las áreas no susceptibles de realizar agricultura se podrá desarrollar actividad ganadera, forestal y/o recreativa, así como también otras actividades que permitan generar ingresos. Como ya fuera comentado, con el visto bueno del comité de vigilancia y de la asamblea de beneficiarios unas 3.177 has de uno de los campos fueron arrendadas a Montes del Plata para la exportación forestal y ganadera.

Las proyecciones económicas se presentan por un período igual a la duración del fideicomiso, o sea 15 años, sin considerar la posibilidad de la adición de los tres años previstos en el contrato de fideicomiso.

El modelo financiero se presentó sobre la base de 5 opciones de diferentes porcentajes de aprovechamiento agrícola y de riego de los campos, lo que implica diferentes áreas totales y por actividad, variaciones en los precios de compra, rotaciones de cultivos, y la presencia o no de forestación. La etapa de compra de campos está en proceso y aún no ha culminado, por lo que sigue siendo válido considerar todas las opciones.

En la siguiente tabla se presentan los principales supuestos de cada uno de los modelos.

Cuadro 6: Indicadores de los diferentes modelos productivos					
Concepto	1	2	3	4	5
Precio de la hectárea (USD)	5.510	4.874	7.464	6.991	6.210
Superficie Total (has)	22.685	25.236	16.707	17.836	20.079
Superficie Agrícola (has)	10.357	10.234	13.604	11.891	11.747
Superficie Irrigada (has)	7.410	6.826	8.831	8.125	7.979
Superficie Forestada (has)	3.674	4.601	-	-	1.718
Superficie Ganadera (has)	4.286	5.368	1.551	3.419	3.433
TIR despues de impuestos.	9,2%	9,3%	9,4%	9,2%	9,3%

Fuente: CARE en base al Modelo Financiero

Estas proyecciones se realizan sobre la base de la emisión de la totalidad de los certificados de participación (150 millones de dólares), a pesar de que se concretaría primero un tramo de 75 millones y luego, el operador en conjunto

con el beneficiario definirán si se concreta o no el segundo tramo. Según informa el operador la ejecución del segundo tramo estaría condicionado a que dispusieran del aporte al que se comprometieron; asimismo el beneficiario podría o no decidir la concreción del segundo tramo de acuerdo a las condiciones del mercado, principalmente de tierras.

Los modelos se diferencian por los precios de compra de la tierra que responden a diferentes porcentajes de área agrícola sobre el total; cuanto mayor es el porcentaje de superficie agrícola mayor es el precio de la tierra y por tanto la superficie a comprar es menor. En el caso del precio más alto el 81% de la superficie es agrícola, en ese caso se adquieren 16.707 hectáreas de las cuales 13.604 son agrícolas. En el otro extremo con un precio de 4.874 dólares por hectárea se adquieren 25.236 hectáreas de las cuales 10.234 son agrícolas, un 40% del total. Como puede observarse en el cuadro, en los modelos de menor precio son mayores las superficies destinadas a la producción de carne así como también aparecen las opciones de destinar área a la forestación.

Las tasas internas de retorno de los 5 modelos no muestran diferencias significativas variando entre 9,2 y 9,4%, considerando los criterios utilizados en el escenario base.

Los supuestos utilizados en las proyecciones, con excepción de la esperada evolución de los precios de los productos agrícolas, son compartidos por CARE. Estos son:

- Razonable monto asignado a la inversión inicial.
- Estimación completa de gastos.
- El punto clave, es la estimación del incremento real en el valor de los campos (5,5% anual). Ese porcentaje puede parecer alto en la actual coyuntura, no obstante se partirá de un valor que ha caído en los últimos años. Para CARE un valor razonable de incremento anual del precio de la tierra debería contemplar a la inflación americana (1 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 y un 4%, sin contar la valorización debida a la incorporación de la infraestructura de riego.
- Los precios y los rendimientos esperados a juicio de CARE resultan razonables.
- El crecimiento esperado en el precio de los commodities se supuso en un 5% nominal.

A juicio de CARE este porcentaje de incremento en los precios de los productos agrícolas y que por lo tanto determina la evolución del ingreso por arrendamientos, es más alto que el aumento esperado por las diversas fuentes consultadas⁵, que 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 3-4%. Por otro lado cabe destacar que no habrá vacancia en cuanto la explotación de los campos (al menos en el área agrícola) ya que el contrato de aparcería cubre la totalidad del período y hasta la extinción del Fideicomiso.

⁵. FAO-OCDE, USDA y Banco Mundial, Ver Capítulo V.

En este sentido, 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 que se desarrollaron extensamente en la calificación original siguen siendo válidas, por lo que en esta oportunidad solamente se repiten los principales resultados, sin abundar en mayores detalles.

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

El Proyecto planteado en el prospecto mostró una Tasa Interna de Retorno de 9,3% en el escenario base (5,5% de aumento del precio de la tierra y 5% de aumento de precios agrícolas). Estas tasas se estimaron en base a supuestos físicos y de una evolución de los precios de la tierra razonables, pero relativamente optimistas para los precios de los granos, como ya se mencionó.

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. Ello vuelve razonable el guarismo de 5,5% de incremento anual de valor, lo que fortalece el análisis. 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 la tierras regadas y las no regadas, del orden del 40% (USDA).

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, 5% de incremento anual solo de la productividad física, podría ser muy alto, pero podría aceptarse ese porcentaje considerando una combinación de incrementos de precio y rendimiento.

o 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%	2,50%	5,00%	7,50%	10,00%
-1,0%	2,8%	3,3%	3,9%	4,6%	5,4%
0,0%	3,6%	4,1%	4,6%	5,3%	6,1%
1,0%	4,5%	4,9%	5,4%	6,0%	6,8%
2,0%	5,3%	5,7%	6,2%	6,8%	7,5%
3,0%	6,2%	6,6%	7,1%	7,6%	8,3%
4,0%	7,2%	7,5%	7,9%	8,4%	9,1%
5,0%	8,1%	8,4%	8,8%	9,3%	9,9%
5,5%	8,6%	8,9%	9,3%	9,7%	10,3%
6,0%	9,0%	9,3%	9,7%	10,2%	10,7%
7,0%	10,0%	10,3%	10,6%	11,1%	11,6%
8,0%	11,0%	11,2%	11,6%	12,0%	12,4%
9,0%	12,0%	12,2%	12,5%	12,9%	13,3%
10,0%	13,0%	13,2%	13,5%	13,8%	14,2%
11,0%	14,0%	14,2%	14,5%	14,8%	15,2%

Fuente: Modelo financiero

Se observa que en el escenario más desfavorable, (con una valorización negativa de -1% anual en el precio de la tierra y una nula variación en los precios y costos de los bienes agropecuarios), la TIR del inversor se situaría en 2,8%.

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 y los especialistas coinciden en que si bien los precios se mantendrán bajos, habrá seguramente en todos los casos incrementos moderados, aunque por debajo de la inflación de EEUU. (véase la Sección V).

o Sensibilización a un escenario más probable.

Por su parte CARE realizó sus propias estimaciones sobre la base de un escenario de mayor probabilidad sobre la base de los siguientes criterios:

- Para la evolución de precios de los productos, se tuvieron en cuenta las proyecciones de precios del USDA, FAO-OCDE y Banco Mundial⁶. Se opta por tomar un 2,5% de aumento para los ingresos por arrendamientos, porcentaje que considera un leve aumento en los precios nominales pero también un aumento en la productividad esperada.
- Respecto del aumento del precio de la tierra se entendió razonable considerar un 3,5% anual, o sea un poco menos de la mitad del comportamiento histórico (ver sección V).

En este nuevo escenario calculado por CARE la TIR se ubicaría en un 7,0%. El efecto de la baja en las proyecciones de precios agrícolas y valores de la tierra, determina una reducción significativa en la rentabilidad esperada, aunque se mantiene en valores razonables. Esta reducción se explica en mayor medida por la reducción en las estimaciones esperadas en los incrementos de los precios de la tierra, ya que si solamente se afectan los precios de los productos agrícolas la TIR apenas se reduciría a 8,8%.

⁶. OCDE FAO. Perspectivas agrícolas 2019 – 2028, USDA Agricultural projections to 2027 (febrero 2019) y World Bank Commodity Markets Outlook (abril de 2019 con proyecciones a 2030).

o Análisis de riesgo, escenario volátil.

Con el objetivo de sensibilizar la tasa interna de retorno del Proyecto en un escenario volátil, se realizó también un análisis de sensibilidad apoyado en el método de simulación Monte Carlo. Éste consiste en asignar distribuciones de frecuencia a algunas variables exógenas del modelo, de forma de generar aleatoriedad al análisis.

En el cuadro 8 se indican los valores esperados de los factores claves para la simulación en la que se supuso que sus valores fluctúan de acuerdo con distribuciones de probabilidad normales. En el caso del precio de la tierra el valor medio de incremento anual es de 4% con un desvío estándar del 2%; para el caso de la evolución de los precios de los productos agrícolas la media sería del 2,5% también con un desvío estándar del 2%.

Cuadro 8. Variables sensibilizadas				
Variable	Distribución	Media	Mínimo	Máximo
Variación anual del precio de la tierra	Normal	4,00%	-1,00%	9,00%
Variación anual del precio de los productos	Normal	2,50%	-3,00%	8,00%

Fuente: CARE

Se corrió el programa @risk con 1000 iteraciones y suponiendo un escenario por demás volátil para las dos variables que representan el total de los ingresos del Fideicomiso.

En base a los resultados obtenidos, la TIR esperada sería de 7,56% y evidencia un 95% de probabilidad de ubicarse en valores superiores al 4,53%; y un 90% de probabilidad de ubicarse entre 4,53% y 10,62%.

Cuadro 9. Rentabilidad media, mediana, máxima, mínima y desvío					
	Min.	Mediana	Prom.	Max.	Desv. est.
TIR (%)	1,66	7,53	7,56	14,57	1,82

Fuente: CARE

Todas las sensibilizaciones realizadas muestran que el modelo de negocios propuesto en el prospecto de emisión sortea diferentes escenarios adversos.

Las proyecciones, simulaciones y sensibilizaciones se han desarrollados sobre la base del modelo financiero original, una vez culmine el proceso de compra y se tengan datos mas afinados de áreas, valores de la tierra, costos de las inversiones en riego, etc., será necesario ajustar el modelo financiero.

3.- Nueva Estimación del Costo de Oportunidad del Capital

Con el objetivo de testear algunos cambios en las tasas de interés internacionales y en el riesgo país ocurridas 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

Para esto se utilizó el modelo de valoración CAPM (Capital Asset Pricing Model) y, siguiendo a Damodaran⁷ 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 mercado⁸.

r_f : tasa libre de riesgo (Treasury Bonds USA)

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

Er_p : 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 2,34%, 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 consieran 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 uruguayaya atraviesa en determinados períodos crisis de esa magnitud, no se considera muy probable que ello pueda ocurrir en el futuro mediano plazo.

⁷. A. Damodaran, “Estimating Equity Risk Premiums” Stern School of Business.

⁸. Se consideraron los betas promedio de empresas de producción primaria de bienes agrícolas en mercados emergentes según A. Damodaran. El parámetro “beta unlevered” de Damodaran.

⁹. En febrero de 2020 se ubicaba en 1,53% y en marzo en el entorno del 0% como consecuencia de los problemas derivados de la coyuntura internacional.

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.

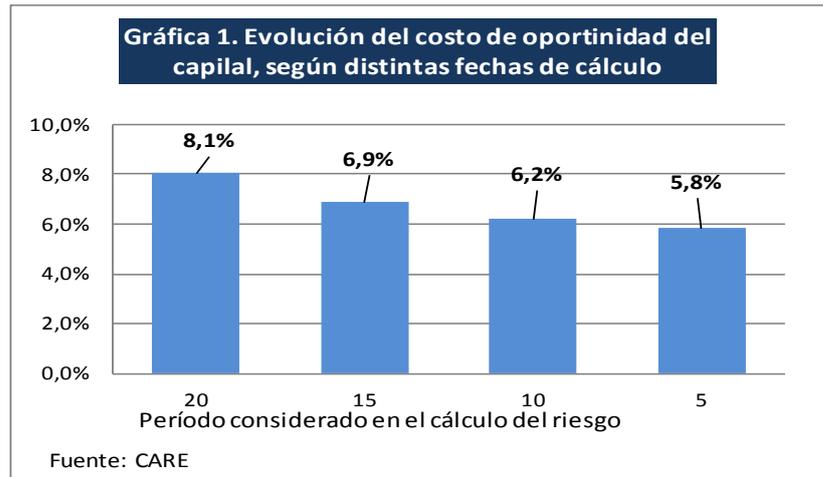
El parámetro “beta unlevered” de Damodaran, para enero de 2020 se ubica en 0,61, lo que indica que la inversión en la producción agrícola tiene un menor riesgo y variabilidad que el promedio de todas las actividades en ese mercado.

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 2,2% y para el riesgo país (índice UBI), se consideraron 1,82 puntos básicos.

Aplicando estos valores se llega a una tasa de retorno esperada para el capital propio del 5,8%. Este valor es inferior a la TIR esperada del inversor en CPs (9,3%) según el prospecto de emisión y a la reestimada por CARE para un escenario más adverso (7,0%), lo que nos indicaría que la tasa prevista para ellos es superior a la teórica. 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.



Esto indica que según estas metodologías, la tasa de descuento del proyecto es adecuada y reforzaría los cálculos del retorno del negocio para el inversor.

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 además el permanente seguimiento que se hará al cumplimiento en plazo y forma por CARE de los compromisos de compra y arrendamiento, *se considera que existe un riesgo medio bajo y posible de ser controlado a tiempo de generación de los flujos.*

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

V. EL ENTORNO

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

En el caso de los productos agrícolas, luego de varios años de condiciones de mercado relativamente tranquilas, los mercados agrícolas mundiales enfrentan hoy riesgos crecientes, incluida la incertidumbre política por las tensiones comerciales, asimismo se proyecta que los incrementos en la productividad superen el crecimiento de la demanda, lo que podría implicar una disminución de los precios reales de los alimentos. La crisis sanitaria derivada del coronavirus agrega nuevas interrogantes al sector, no existiendo por el momento elementos claros de lo que pueda ocurrir con los precios en el corto plazo. Las primeras reacciones fueron de caída de precios por problemas en el comercio, pero luego podría ocurrir un rebote en los mismos en la medida que se vaya restableciendo el comercio, como ya parecería empezar a ocurrir en China.

Por otra parte, no se prevé por el momento como riesgo el de políticas públicas asociado a los permisos administrativos, derivado del cambio de administración.

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 a la luz de la coyuntura internacional. 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 la existencia de 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 mediano plazo los precios se mantendrían en los niveles del pasado reciente.

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

- La desaceleración del dinamismo de la economía mundial como resultado de la prolongada incertidumbre en torno a las políticas, debido a que persisten las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China; a pesar de los acuerdos alcanzados hasta el momento.
- Se proyecta una desaceleración del crecimiento de las economías avanzadas en la medida que se disipen los efectos del estímulo fiscal en Estados Unidos y a medida que el flojo aumento de la productividad y el envejecimiento de la población desmejoren las perspectivas a largo plazo para las economías avanzadas. Las elecciones en EEUU agregan una cuota más de incertidumbre. Por otra parte, la pandemia del coronavirus va a generar en los primeros dos trimestres del año 2020 una caída en el crecimiento mundial y dependiendo de la resolución del problema ello podría alargarse en el tiempo.
- 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.

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.

V.2 Sobre el precio de los productos agrícolas - alimenticios

La trayectoria esperada de los precios de los productos agrícolas afectan el resultado de la inversión, aunque en mucho menor proporción que los precios de la tierra. 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 para alcanzar sus máximos valores entre 2007-2009. La producción respondió rápidamente a los estímulos del mercado alcanzando en el año 2017 los mayores niveles para prácticamente todos los cereales, carnes y lácteos. Al mismo tiempo el crecimiento de la demanda comenzó a debilitarse.

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

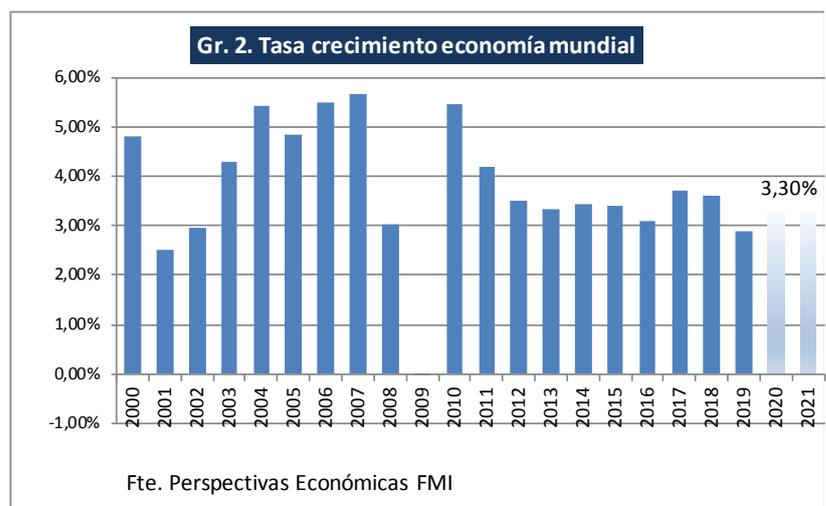
Como se verá, las principales causas que impulsaron los precios al alza en el pasado no se mantienen y el panorama es bastante diferente. CARE consultó diversas fuentes de información y todas coinciden con lo que a continuación de describe¹¹.

En el mediano plazo, el crecimiento en la demanda general de cereales será más moderado que la década anterior como resultado de la desaceleración de la demanda de China y es probable también que un aumento en el uso industrial de los cereales, especialmente el del almidón y los biocombustibles, sea más modesto. Por el lado de los alimentos, el consumo per cápita de la mayoría de los cereales ya ha alcanzado niveles de saturación en buena parte del mundo, sin embargo la demanda igualmente crecerá levemente, impulsada por el rápido crecimiento de la población en África y Asia, donde los alimentos básicos de cereales siguen siendo los principales componentes de la dieta.

Por su parte, la demanda de harinas proteicas se ha reducido debido a la imposición de aranceles adicionales por parte de China a las exportaciones de soja de EE.UU., y las medidas posteriores para reducir la proporción de harinas proteicas en las raciones de alimentos. La peste porcina africana afectó fuertemente al sector ganadero de China, frenando la demanda de alimentos, y generando efectos adicionales que contribuyeron a deprimir los precios de la soja.

Al no estar presente aquel fuerte crecimiento de la demanda se dieron varios años en que el crecimiento de la producción superó al consumo, lo que resultó en grandes existencias, y en consecuencia los precios internacionales bajaron. Para el mediano plazo, se proyecta que el crecimiento esperado de la producción sea superior al aumento de la demanda y en tanto cabe esperar que los precios caerán en términos reales, aunque en dólares nominales crecerán levemente (por debajo de la inflación del dólar).

Las previsiones del Fondo Monetario Internacional (FMI) para el comportamiento de la economía mundial para los próximos años son de un crecimiento moderado.



¹¹ . Perspectivas Agrícolas FAO-OCDE 2019-2028 (abril 2019), USDA Agricultural Projections to 2029 (febrero 2020) y Banco Mundial-Commodity Markets Outlook (octubre 2019) y World Bank Commodity Prices (agosto 2019).

El Informe sobre las perspectivas de la economía mundial del FMI de enero de 2020, proyectaba que el crecimiento mundial habría crecido según sus estimaciones primarias un 2,9% en 2019, proyectando que aumentó a 3,3% en 2020 y a 3,4% en 2021. Esta última estimación implicaba una revisión a la baja de 0,1 puntos porcentuales en comparación con las cifras presentadas en la edición de octubre de Perspectivas de la economía mundial (informe WEO). *“La revisión a la baja se debe principalmente a resultados inesperados negativos de la actividad económica en unas pocas economías de mercados emergentes, en particular India, que dieron lugar a una reevaluación de las perspectivas de crecimiento correspondientes a los próximos dos años”*. Este informe es previo a la pandemia del coronavirus, por lo que refiere a las grandes tendencias esperadas antes de decretarse la crisis sanitaria. Ahora cabría esperar un mucho menor crecimiento en el año 2020 ya que alguno de sus trimestres tendrá crecimiento cero o negativo.

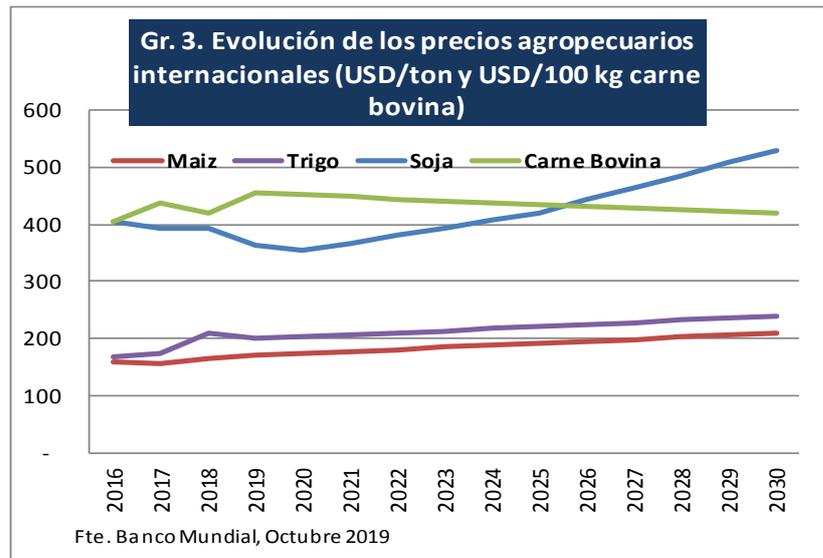
Ese mismo informe identificaba por el lado positivo, que *“la actitud de los mercados se ha visto estimulada por indicios de que la actividad manufacturera y el comercio internacional están llegando a un punto de inflexión, por una reorientación general hacia una política monetaria acomodaticia, por noticias intermitentemente favorables acerca de las negociaciones comerciales entre Estados Unidos y China, y por menores temores de que se produzca un brexit sin acuerdo, gracias a lo cual se ha observado un cierto repliegue del contexto de disminución de la exposición al riesgo que prevalecía en la fecha de publicación del informe WEO de octubre. No obstante, los datos macroeconómicos mundiales aún no arrojan señales visibles de que se esté llegando a puntos de inflexión”*.

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

La última publicación anual de FAO-OCDE Agricultural Outlook 2019-2028, dice que *“La fortaleza de la oferta prolongada durante varios años impulsó la reducción de los precios internacionales de la mayoría de los productos básicos agrícolas, aunque los precios de los cereales, la carne de vacuno y la carne de ovino muestran una recuperación a corto plazo. Las proyecciones indican que, durante la próxima década, los precios reales de casi todos los productos básicos cubiertos en las Perspectivas se mantendrán en los niveles actuales o por debajo de ellos, dado que las mejoras en materia de productividad aún superan el crecimiento de la demanda”*. Se refiere a que no habría repunte en términos reales, ya que el mismo documento plantea que si habrá pequeños incrementos en los precios nominales (entre 0,5 y 0,6% anual para trigo y maíz y del 1,1% anual para la soja).

Por su parte, el Banco Mundial actualiza periódicamente su proyección de precios de las commodities. La última actualización es de octubre de 2019, muestra cómo los precios de todos los rubros se espera tengan un leve crecimiento en dólares corrientes hasta 2030, aunque a tasas bajas.

¹² . Idem 6



El USDA también espera incrementos en los precios nominales, pero menores a la inflación esperada. Los tres organismos proyectan aumentos de precio positivos en dólares corrientes pero en prácticamente todos los casos los valores caerían en valores reales. La excepción parece ser el caso de la soja para el Banco Mundial, dato que no parece ser compartido por el resto de los organismos.

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

Cultivo	FAO-OCDE	Banco Mundial	USDA
Maíz	0,5%	2,0%	0,6%
Soja	1,1%	4,0%	0,2%
Trigo	0,6%	1,7%	1,0%

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

Nota: estas proyecciones son todas previas a la crisis sanitaria derivada de la pandemia del coronavirus.

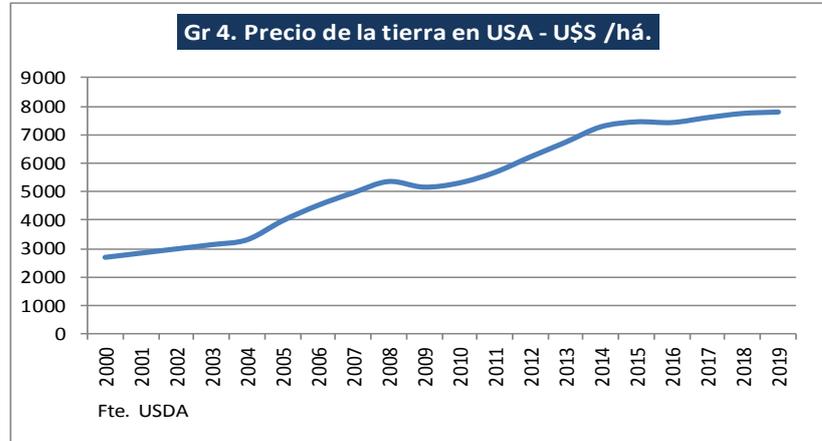
V.3 Sobre el precio de la tierra

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

Las perspectivas de demanda internacional por tierra son alentadoras y ubican los precios en niveles crecientes para el corto y mediano plazo. En este caso se actualiza el comportamiento de los precios en diferentes países considerados de importancia

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

“Plan Voelker” 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% y para 2019 el USDA reporta un aumento de un 0,6% en términos nominales.



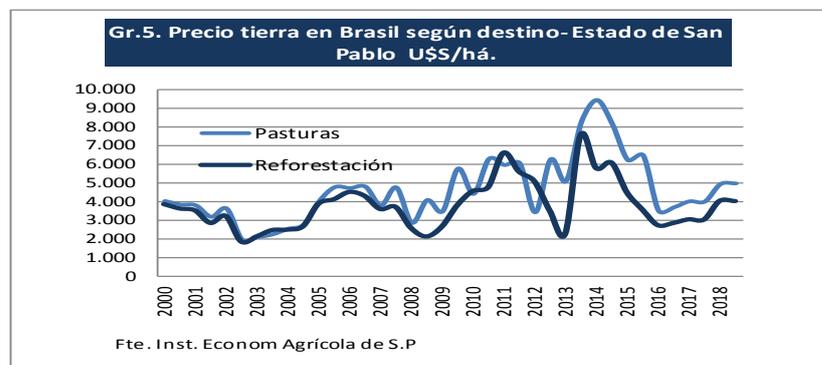
El USDA, reporta también el comportamiento de los precios de las tierras irrigadas y sin riego. Para el caso concreto de las tierras del “Corn Belt”, en USDA en su reporte de Agosto de 2019, muestra que los precios de las tierras irrigadas se ubican en el entorno de un 40% por encima de las no irrigadas. 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
Regada	11.935	12.207	11.787	11.787
No regada	8.575	8.525	8.352	8.278
Variación en porcentaje	39%	43%	41%	42%

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 y se confirma en 2018; último dato que registra el Instituto de Economía Agrícola de San Pablo.



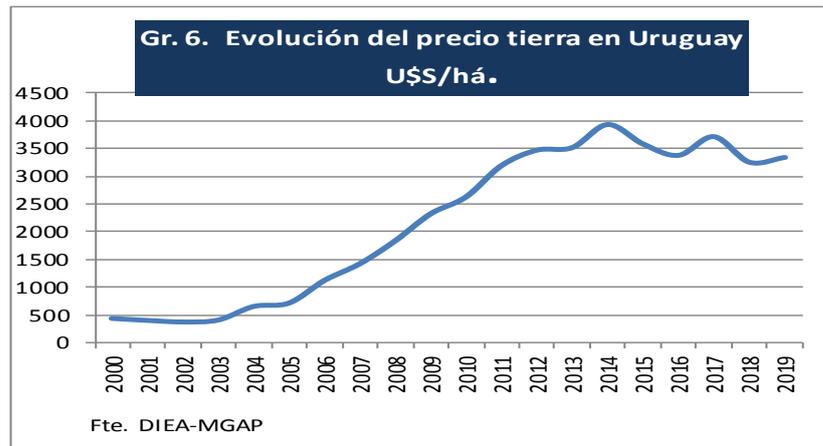
En Argentina, el precio de la tierra agrícola (de muy buena calidad), aumentó desde 1956 (USD 557 la ha.) a enero de 2008 (USD10.000 la ha.) a un ritmo promedio de 3,5 % acumulativo anual en términos reales, o sea descontando la inflación del dólar. Dicho crecimiento continuó hasta fines del 2011 (con una breve interrupción principalmente ocasionada por la crisis financiera de los años 2008/09). A partir del 2011 y debido a factores ajenos al campo y relacionados con la economía del país: la restricción a la compra-venta y/o giro de divisas extranjeras (“cepo cambiario”), el aumento del costo medido en dólares, la baja en el precio de los “commodities” y el aumento de la presión impositiva determinaron el comienzo de un período de leve reducción de los precios de la tierra. A estas medidas hay que sumarle la sanción de la Ley 26.737 “Régimen de Protección al Dominio Nacional sobre la Propiedad, Posesión o Tenencia de las Tierras Rurales” (“Ley de tierras”), que también generó efectos negativos sobre los precios.

El cambio de gobierno nacional en 2016 generó expectativas para el comienzo de una recuperación en los valores, lo que finalmente no ocurrió, ya que la coyuntura económica no acompañó la recuperación del sector. La inflación, la devaluación del peso y la alta presión impositiva que aún soportan los productores agropecuarios en Argentina, generan no sólo una rentabilidad escasa, sino también un complejo escenario para generar nuevos negocios.

En los años en los que hubo gran demanda de campos y altos precios de la soja (2011-2014), los valores en la zona núcleo se ubicaban entre US\$18.000 y US\$22.000/Ha mientras que en 2019 esos mismos campos se ubicaban entre US\$12.000 y US\$15.000/Ha. Según operadores del mercado inmobiliario rural argentino, los niveles de precio llegaron a un piso en el año 2017 y a partir de allí habían comenzado una lenta recuperación. El reciente cambio político, las medidas hacia el sector, el control del dólar (cepo), generan dificultades adicionales para prever lo que pueda ocurrir en el mediano plazo con los valores de los campos en ese país, pero todo hace suponer que por el momento no debería haber variaciones en los precios al alza.

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 10% en el valor de la tierra, luego en 2018 la misma oficina da cuenta de una reducción de un 12%, y luego para el año 2019 el precio promedio de la hectárea media del muestra una leve recuperación de un 3% con relación al año anterior.

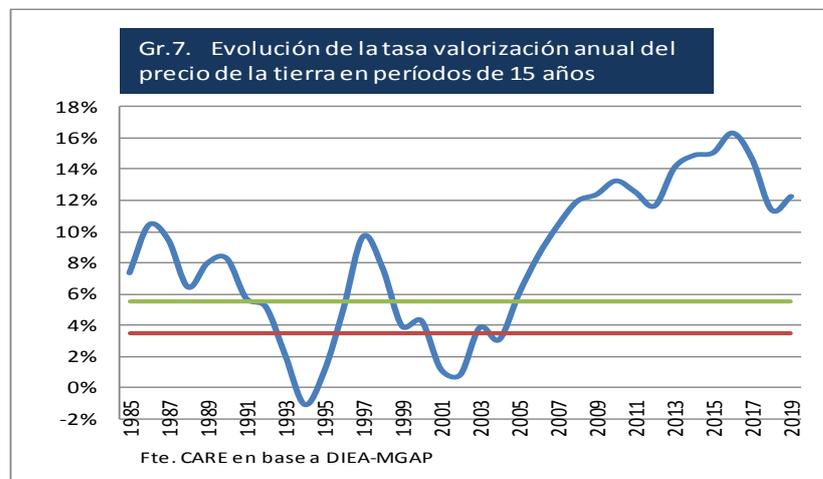
El escaso número de transacciones verificado en estos últimos años genera algunas dudas en cuanto a los valores obtenidos, lo que deberá ser corroborado en los siguientes años.



La valorización del precio de la tierra es un componente muy importante de ingreso final del fideicomiso (85%) 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 50 años (1970 a 2019) la variación anual en períodos de 15, en donde se observa lo siguiente:

- En promedio, la evolución anual del precio de la tierra en períodos móviles de 15 años fue de 8,1%.
- No obstante en la serie aparecen 5 años en donde el aumento acumulativo anual en periodos de 15 años es menor al 3,5%, valor sobre el que CARE recalculó la TIR. La última vez que esto ocurrió fue en el año 2005 para campos que habían sido comprados en el año 1990. Es importante destacar, que el Contrato de Fideicomiso considera la posibilidad de extender el plazo por hasta tres años más, pudiéndose evitar de esta forma que se deba vender en una coyuntura muy desfavorable.



4.3 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 (uy)¹³ 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

¹³. **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.**